Cahiers français 375

Cahiers français

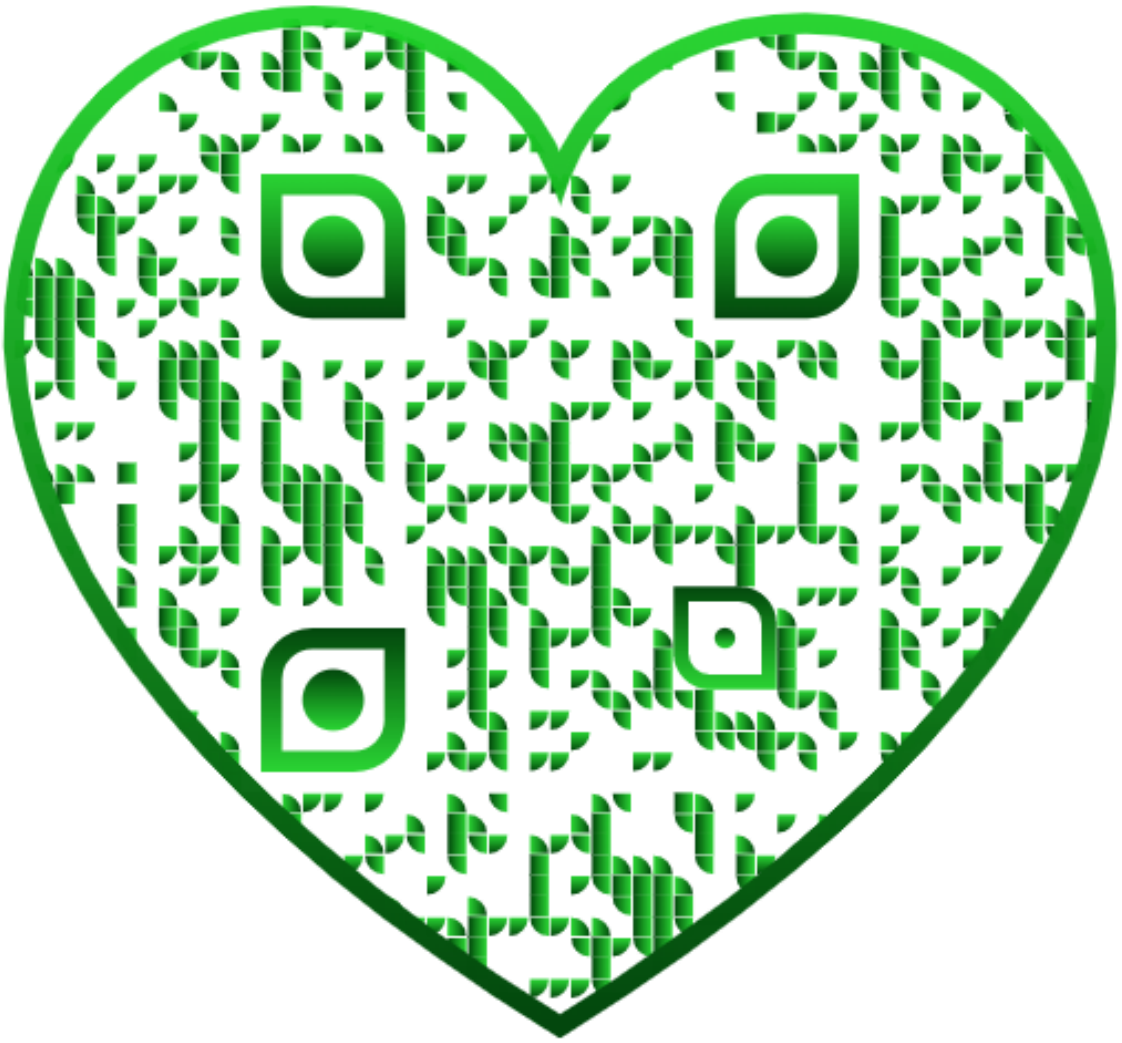
- Quelle législation pour la fin de vie ?
- La presse quotidienne : entre doutes et espoirs
- L'accord national interprofessionnel du 11 janvier 2013

LA FINANCE MISE AU PAS ?

Juillet-août 2013

M 05068 - 375 - F: 9,80 € - RD

La documentation Française



Sommaire

CAHIERS FRANÇAIS

Équipe de rédaction

Philippe Tronquoy
(rédacteur en chef)

Olivia Montel-Dumont,
Céline Persini
(rédactrices)

Jean-Claude Bocquet
(secrétaire de rédaction)

Conception graphique
Bernard Vaneville

Illustration
Manuel Gracia

Infographie
Annie Borderie

Édition
Carine Sabbagh

Promotion
Anne-Sophie Château

Avertissement au lecteur
Les opinions exprimées dans les articles n'engagent que leurs auteurs. Ces articles ne peuvent être reproduits sans autorisation. Celle-ci doit être demandée à La Documentation française
29, quai Voltaire
75344 Paris Cedex 07
ou
droits-autorisation@ladocumentationfrancaise.fr

© Direction de l'information légale et administrative, Paris 2013

En application de la loi du 11 mars 1957 (art.41) et du code de la propriété intellectuelle du 1er juillet 1992, toute reproduction partielle ou totale à usage collectif de la présente publication est strictement interdite sans autorisation expresse de l'éditeur. Il est rappelé à cet égard que l'usage abusif et collectif de la photocopie met en danger l'équilibre économique des circuits du livre.

DOSSIER

1 ÉDITORIAL
par Olivia Montel-Dumont

2 La finance et l'avant-crise : un aveuglement face au désastre
André Cartapanis

8 Crise de la déréglementation financière ou crise de l'intervention publique ?
Pascal Salin

14 Un aperçu des innovations et pratiques financières au cœur des polémiques
Christophe Boucher

23 Finance et dettes souveraines : les États pris en otage ?
Norbert Gaillard

31 États-Unis, Europe : un tour d'horizon des réformes bancaires et financières
Yves Jégourel

36 Les négociations internationales autour de la stabilité financière : un processus complexe
Jean-Marc Figuet

43 De Bâle 2 à Bâle 3 : la nouvelle réglementation bancaire internationale
Jézabel Couppey-Soubeyran

50 Le *shadow banking system* et la crise financière
Esther Jeffers, Dominique Plihon

58 Les nouvelles réglementations risquent-elles de freiner l'innovation financière ?
Claire Célérier, Boris Vallée

64 Les places financières mondiales : quelles évolutions ?
Daniel Goyeau, Amine Tarazi

DÉBAT

71 Quelle législation pour la fin de vie ?

71 1. Le libre choix de sa mort
Jean Baubérot

76 2. Améliorer la loi, sans la déséquilibrer
Jacques Ricot

LE POINT SUR...

81 La presse quotidienne : entre doutes et espoirs
Patrick le Floch

POLITIQUES PUBLIQUES

87 Un nouveau pas vers la flexicurité : l'accord national interprofessionnel du 11 janvier 2013
Michel Lallement

BIBLIOTHÈQUE

92 Alain Renaut, *Un monde juste est-il possible ?*
Stock, 2013.
présenté par Antoine Saint-Denis

DE NOUVELLES RÉGLEMENTATIONS AUX EFFETS INCERTAINS

La crise a sérieusement ébranlé les croyances des économistes quant aux bienfaits de la finance. Si le modèle de l'efficience informationnelle des marchés financiers n'a pas été complètement abandonné au sein de la communauté scientifique, les théories alternatives insistant sur leur caractère intrinsèquement instable et perturbateur, dans la lignée des travaux de Keynes, d'Irving Fisher ou Hyman Minsky, ont repris du terrain depuis 2007. Dans le même temps, l'intérêt porté à la taxe Tobin, considérée seulement quelques années plus tôt comme une mesure radicale ne trouvant d'autre défenseur qu'une gauche antilibérale et altermondialiste, atteste ce renversement de perception au sein du monde politique et de la communauté internationale.

Myopie des acteurs financiers devant le risque, aveuglement face au désastre, irrationnalité, cupidité, exubérance, tels ont été les termes employés pour désigner les « coupables » de la crise. Au-delà de la dénonciation de ces excès propres à toutes les crises financières, l'enchaînement de catastrophes qui sévit depuis 2007 pose la question des failles de la réglementation. Comment des institutions aussi régulées que les banques ont-elles pu se comporter de manière aussi imprudente ? L'éclatement de la bulle des *subprimes* a révélé l'ampleur du *shadow banking system* ou « système bancaire de l'ombre » : pour contourner les restrictions auxquelles elles étaient soumises en termes de crédit, les banques ont externalisé le risque vers des entités échappant à toute régulation (banques d'investissement, *hedge funds*, fonds de *private equity*…). Dans le même temps, le développement de pratiques et d'instruments toujours plus innovants pour s'assurer individuellement contre les risques favorisait la spéculation, augmentait les interdépendances et accroissait au final le risque « de système », avec les conséquences que l'on connaît pour l'ensemble de l'économie.

Les nouvelles réglementations élaborées au sein des institutions internationales et partiellement appliquées dans les grandes économies avancées permettront-elles d'éviter la reproduction de ces excès ? Rien n'est moins sûr, si l'on suit les analyses de nombre d'économistes, qui tout en saluant des améliorations notables, pointent du doigt de nouvelles lacunes. Si la séparation des activités bancaires et l'amélioration du contrôle des banques représentent des avancées, la régulation reste selon eux cantonnée à une approche individuelle des risques et ne prend pas suffisamment en compte leur dimension collective. *A contrario*, d'autres voix s'élèvent pour dénoncer une réglementation excessive, non seulement coûteuse mais nuisible : les nouvelles règles pourraient favoriser de nouveaux contournements et alimenter le *shadow banking*, alors même que la question fondamentale des « incitations » n'a pas été résolue, le maintien de la doctrine du « *too big to fail* » soutenant toujours les excès de prise de risque et la concentration des institutions financières. Ce débat renvoie à une des problématiques centrales des sciences économiques, celle des défaillances respectives des marchés et des pouvoirs publics.

Olivia Montel-Dumont

LA FINANCE ET L'AVANT-CRISE : UN AVEUGLEMENT FACE AU DÉSASTRE

André Cartapanis
Professeur à Sciences Po Aix
Chercheur au CHERPA (Sciences Po Aix) et au GREDEG (CNRS-Université de Nice Sophia Antipolis)

La crise a montré que l'instabilité financière n'était pas un épiphénomène touchant uniquement les économies émergentes en proie aux attaques spéculatives des investisseurs internationaux. Elle a pris naissance au cœur du système financier américain, présenté jusqu'alors comme le plus solide et le plus efficient de la planète, avant de se transformer en crise systémique. Le cours des événements a complètement ébranlé les croyances et les convictions d'une large part des économistes et des banquiers centraux. André Cartapanis montre comment cet « aveuglement au désastre » face aux effets pervers des innovations financières et à l'ampleur des déséquilibres macroéconomiques a été sanctionné par la crise, laissant place à un nouveau paradigme qui justifie le renforcement des régulations financières.

C. F.

Les décennies 1990 et 2000 ont été marquées par ce que Tommaso Padoa-Schioppa, ancien ministre des Finances italien récemment disparu, qualifiait de *radicalisme pro-marché*, et que Barry Eichengreen dénomme une *Zeitgeist*, c'est-à-dire une atmosphère intellectuelle qui a banalisé de façon aveugle tout un ensemble de dysfonctionnements ou de déséquilibres sur les marchés financiers : le surendettement des ménages aux États-Unis ou au Royaume-Uni ; la bulle immobilière ; le gonflement très rapide de la masse monétaire mondiale, alimenté par la « procyclicité » du crédit[1] ; l'imbrication des positions à risque au sein même des systèmes financiers… Parce que leurs modèles n'intégraient pas ces phénomènes, mais aussi parce que leur mémoire des crises et de l'histoire financière était défaillante, beaucoup ont considéré que ces risques n'existaient pas. Mais cette *Zeitgeist* s'apparente à une mystification, et c'est ce que reconnaissait implicitement Alan Greenspan, l'ancien président de la *Fed*, peu de temps après la panique de l'automne 2008 : « j'ai fait une erreur en supposant que des organisations animées par la recherche de leur intérêt privé, en particulier les banques et les autres intermédiaires, étaient, pour cette raison, les mieux à même de protéger leurs actionnaires […]. Quelque chose qui semblait être un édifice très solide, et même un pilier fondamental de la concurrence et des marchés libres, s'est écroulé […]. Et j'en ai été choqué […]. J'ai découvert une faille dans mon idéologie. Je ne sais à quel degré elle est significative et permanente, mais j'en ai été très éprouvé […]. J'ai découvert une erreur dans le modèle dont je pensais qu'il expliquait la structure fondamentale du fonctionnement du monde tel qu'il est ».

(1) Le crédit est « procyclique » au sens où il accentue le cycle économique : en période de forte croissance, les banques accordent plus facilement des crédits car les perspectives sont bonnes et parce que l'ensemble des agents économiques (intermédiaires financiers, firmes) a tendance à surestimer la profitabilité des activités. C'est l'inverse en période de ralentissement et de récession.

Une crise systémique

Une crise du régime de croissance issu de la mondialisation

La crise financière qui s'est déclenchée au cours de l'été 2007, avant de se transformer en une crise systémique, touchant l'ensemble des marchés financiers à l'échelle planétaire, à l'automne 2008, présente de multiples facettes. Elle est pour partie liée aux conséquences macroéconomiques, parmi les pays les plus développés, de la vague de mondialisation qui a déferlé depuis une vingtaine d'années environ et qui a modifié le régime de croissance : intégration croissante des marchés de biens et des marchés d'actifs ; pressions accrues sur les niveaux de salaires des non-qualifiés ; déformation du partage de la valeur ajoutée au détriment des salariés ; déséquilibres globaux de balances des paiements entre les pays émergents et l'économie américaine, compensés par des transferts massifs d'épargne sous la forme d'une accumulation sans précédent de réserves en dollars… Aux États-Unis, les inégalités de revenus et l'appauvrissement relatif des salariés ont été compensés par un accès facilité au crédit qu'alimentait, en amont des circuits financiers domestiques, l'expansion très vive de la liquidité internationale, et que favorisaient des politiques monétaires accommodantes, surtout entre 2001 et l'été 2004. Pour nombre d'économies, aux États-Unis, au Royaume-Uni ou en Espagne, cette facilité d'endettement a largement soutenu les investissements immobiliers et la consommation des ménages. Ce phénomène a contrebalancé le ralentissement des gains de productivité, ainsi que le recul des parts de marché dans le commerce mondial. Ce régime de croissance fondé sur le surendettement n'était pas soutenable et il s'est interrompu brutalement avec la crise immobilière aux États-Unis, rapidement suivie d'une crise d'illiquidité, puis d'insolvabilité bancaire[2], conduisant surtout, de la fin 2008 à l'été 2009, à une violente récession. Toujours sur le plan macroéconomique, la combinaison d'une croissance relativement soutenue et d'une inflation maîtrisée parmi les pays industriels – ce que l'on a appelé la « grande modération » –, a également contribué à l'accumulation des tensions financières. En permettant la coexistence durable de taux d'intérêt réels particulièrement bas et d'une expansion extrêmement rapide des crédits sans augmentation des primes de risque, maintenues à des niveaux très faibles, cette configuration a engendré des bulles sur les marchés d'actifs immobiliers ou boursiers. Là encore, cette dynamique n'était pas soutenable.

Une crise bancaire amplifiée par les innovations financières

Mais cette crise est avant toute chose une crise bancaire classique dont l'ampleur a été considérablement amplifiée par une série d'innovations, au sein même des systèmes financiers. Aux États-Unis, le *Financial Services Modernization Act* a été adopté en novembre 1999, signifiant l'abandon du *Glass Steagall Act* mis en place en 1933 afin d'établir une frontière étanche entre les banques de dépôts et les banques d'investissement intervenant sur les marchés d'actifs, favorisant ainsi la titrisation des crédits et la redistribution en chaîne des risques au moyen de nouveaux supports structurés, les CDO – *Collaterized Debt Obligations* – notamment. Un nouveau modèle d'intermédiation bancaire de type *originate and distribute,* transférant les risques vers des intermédiaires financiers non bancaires[3], s'est donc diffusé. Les crédits *subprimes* ont enregistré une croissance sans précédent. La titrisation des crédits hypothécaires a donné naissance à une expansion phénoménale de ces produits hybrides, complexes et opaques que sont les CDO ou les dérivés de crédits, les CDS – *Credit Default Swaps* –. Les bilans bancaires sont devenus excessivement risqués, compte tenu du développement d'activités de financement menées avec les *hedge funds* et à cause des placements massifs en CDO ou sur les marchés de CDS. Les nouvelles normes comptables IFRS, qui évaluent les actifs selon leur valeur de marché (*fair value*), ont produit des effets procycliques, c'est-à-dire amplifiant le cycle économique[4]. Les intermédiaires financiers non-bancaires, les compagnies d'assurance, les *hedge funds*, les fonds de pension, se sont tout autant engagés dans des prises de risques déraisonnables, donnant naissance à un véritable système bancaire parallèle

(2) Une banque (ou une entreprise) est en situation d'illiquidité lorsqu'elle ne peut plus, à un moment donné, honorer ses engagements financiers, alors même que ses actifs sont supérieurs à ses engagements. Il suffit pour cela que certains actifs soient gelés, par exemple parce qu'il est impossible de revendre des titres sans pénalités pour récupérer des liquidités. L'insolvabilité désigne une situation plus grave où la valeur des dettes excède irrévocablement celle des actifs.

(3) Pour une exposition détaillée de ce nouveau modèle d'intermédiation bancaire, voir dans ce même numéro l'article de Dominique Plihon et Esther Jeffers, p. 50.

(4) En période de forte croissance, le prix des actifs est élevé, ce qui augmente la valeur des fonds propres détenus par la banque et lui permet donc d'accorder plus de crédits et/ou de prendre plus de risques, ce qui renforce l'expansion. C'est l'inverse lorsque le cycle se retourne.

– *shadow banking system*[5]– accumulant les positions à risque et échappant à tout contrôle de la part des autorités prudentielles. Ce nouveau modèle de financement, qui devait garantir la redistribution optimale des risques et la stabilité financière, a donné naissance à la plus grande panique que les marchés financiers aient connue depuis l'après-guerre.

La « grande mystification »

À propos des effets de la crise financière sur la croissance, on parle aujourd'hui d'une « grande contraction », à l'image de la Grande Dépression des années 1930. Mais s'agissant de l'avant-crise, on doit faire état d'une « grande mystification ».

En effet, jusqu'en 2007 et les premiers signes de fragilité systémique, tout un ensemble de postulats se sont transformés en véritables dogmes : l'efficience des marchés financiers ; l'autorégulation de la prise de risque parmi les banques ; les vertus stabilisantes des produits dérivés, notamment des dérivés de crédit ; la soutenabilité sans effets déstabilisants de l'expansion débridée de la liquidité internationale adossée aux déséquilibres globaux de balances des paiements ; l'absence de risque d'éclatement de la bulle immobilière aux États-Unis… Le risque de crise systémique a donc été dramatiquement négligé par les économistes et les décideurs politiques, simplement parce qu'il s'agissait là, non pas d'un phénomène improbable, mais d'une conjecture impossible dans le cadre des modèles communément utilisés par une large part de la profession.

Comment expliquer cette mystification ? Sans doute les économistes ont-ils été victimes d'une information très imparfaite quant aux changements qui se sont produits, très rapidement, sur les marchés financiers, aux États-Unis d'abord, puis dans l'ensemble des pays développés. Ce n'est qu'avec la crise que beaucoup ont découvert ces produits financiers complexes que sont les ABS – *Asset Backs Securities* –, les CDO, les CDS, les SIV – *Structured Investments Vehicules* –. Les données afférentes à la croissance explosive des positions, sur les marchés de CDS ou de CDO, ne commencent à apparaître dans les rapports de la Banque des règlements internationaux (BRI) ou du Fonds monétaire international (FMI) que deux ou trois ans seulement avant la crise. S'ils évoquaient les caractéristiques de ces innovations, les manuels de macroéconomie monétaire ou financière, ou ceux portant sur l'économie de l'intermédiation financière, ne les reliaient nullement à la question de l'instabilité financière. Michel Aglietta est l'un des rares à avoir consacré des développements importants aux rapports entre le nouveau modèle de banque, les dérivés de crédit et le risque d'instabilité financière. Quant à la littérature particulièrement abondante consacrée aux crises financières des pays émergents après la crise asiatique, autant sur le plan empirique avec la thématique des indicateurs d'alerte que s'agissant des reformulations théoriques, elle a été purement et simplement escamotée, comme si de tels scénarios ne pouvaient concerner que les économies asiatiques ou latino-américaines. Les économistes se sont refusé à transposer à l'économie américaine les modèles de fragilité financière qui avaient été conçus pour les pays émergents. Pourtant, après bien d'autres économistes très attachés aux enseignements de l'histoire des crises – Charles Kindleberger par exemple – Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff (2010) ont démontré magistralement que les crises financières répondent toujours, depuis plusieurs siècles, à la combinaison des mêmes déterminants : un déficit élevé de la balance des paiements courants ; une bulle sur les marchés d'actifs ; une très forte hausse de l'endettement des ménages ou des intermédiaires financiers ; surtout si ces déséquilibres apparaissent en phase haute du cycle, au terme d'une vague de déréglementation et d'innovation financière. L'économie américaine répondait effectivement à tous ces critères en 2000-2007. Mais la science économique s'était beaucoup éloignée de ce type de raisonnement, sans doute trop simple. Non pas à cause d'une sorte de capture idéologique initiée par les *lobbies* financiers mais plutôt parce que le *mainstream* académique accordait peu de place à la mémoire des crises financières, à la prise en compte des interdépendances et des externalités qui composent un système financier, à la cyclicité de la dynamique macroéconomique qu'induisent les interférences entre la finance et l'économie réelle.

L'« aveuglement face au désastre » des économistes et des banquiers centraux

Les enseignements de la macroéconomie financière momentanément oubliés

Dans la période d'avant-crise, la finance de marché et la microéconomie financière, devenues dominantes, ont légitimé tout un ensemble d'hypothèses quant au

(5) Sur ce point, voir dans ce même numéro l'article de Dominique Plihon et Esther Jeffers, p. 50.

bien-fondé des innovations financières. Tout ceci a fait l'objet de milliers d'articles, soit purement théoriques, soit appliqués à des données spécifiques, qui ont donné l'illusion que des démonstrations formelles, de facture assez largement normative, d'une rigueur avérée mais sous des hypothèses nécessairement simplificatrices, pouvaient rendre compte du fonctionnement des marchés financiers et des relations qu'ils entretiennent avec la dynamique macroéconomique. Oubliant le caractère local et spécifique des résultats obtenus, beaucoup, à l'interface de la réflexion théorique et de l'action, autant parmi les intermédiaires financiers qu'au sein des décideurs politiques, en ont tiré un message politique justifiant la déréglementation financière, le passage aux normes comptables de type *fair value*, l'imbrication au sein des banques des activités d'intermédiation et de marchés, le développement des innovations et la confiance placée dans l'autorégulation des marchés. Alan Greenspan ne déclarait-il pas, en 2002, que s'était développé aux États-Unis, « le système financier le plus flexible, le plus efficient et le plus résilient qui ait existé depuis un quart de siècle » !

Ainsi, les enseignements de la macroéconomie financière, ceux de John Maynard Keynes, que tout le monde a redécouvert ces dernières années, ont été très largement négligés : les sources systémiques, et non pas microéconomiques, d'instabilité financière ; la succession inexorable de phases de confiance excessive et de défiance contagieuse dans l'appréciation des risques de la part des banques ; la prise en compte du fait que les marchés d'actifs sont avant toute chose des marchés d'opinions et de vues sur l'avenir… Il est vrai que cette lecture keynésienne de la réalité macroéconomique et financière relève d'un ensemble éclectique de théories des cycles ou de modèles de crises qui ne répond guère aux standards académiques. C'est là un pot-pourri de théories partielles, d'inférences issues de tel ou tel contexte historique, de travaux économétriques souvent dénués de fondements théoriques explicites, qui combine toute une série de séquences, dans la montée des fragilités systémiques et dans l'ajustement sur les marchés d'actifs. La crise a confirmé la pertinence de ce pot-pourri. Mais n'ayant pas fait l'objet d'une modélisation totalement bouclée, le consensus d'avant-crise a privilégié d'autres modèles, malheureusement incapables, par construction, d'envisager l'hypothèse d'une crise systémique.

Des sources macroéconomiques d'instabilité financière négligées par les responsables politiques

Sur le plan du pilotage macroéconomique, aussi, tout un ensemble de dogmes expliquent l'absence de politiques de régulation des sources d'instabilité financière qui pourtant s'accumulaient depuis le début des années 2000. Par exemple, en justifiant que les banques centrales ne s'intéressent pas aux bulles apparaissant sur les marchés d'actifs, puisque telle n'est pas leur mission, limitée, pour l'essentiel, à la maîtrise de l'inflation. Il en est résulté des niveaux de taux d'intérêt réels historiquement bas qui ont alimenté le surendettement et les bulles sur les marchés d'actifs, notamment dans l'immobilier. Également, en invoquant l'innocuité des entrées massives de capitaux aux États-Unis, supposées ne pas alimenter la liquidité globale de l'économie américaine, alors que l'évidence démontrait le contraire. Plus encore, en multipliant les analyses théoriques et les recommandations politiques très restrictives lorsqu'il s'agissait d'imposer des limites à la dette publique, sans nullement se préoccuper des risques adossés à la dynamique procyclique du crédit et de l'endettement privé, celui des ménages, tout particulièrement aux États-Unis ou au Royaume-Uni, mais aussi celui des intermédiaires financiers utilisant des niveaux d'endettement déraisonnables. Cette attitude était pleinement cohérente avec le consensus d'avant-crise, sur la base de ce que l'on croyait savoir en matière de politique

macroéconomique, selon l'expression d'Olivier Blanchard. On considérait alors que la politique monétaire devait avoir pour principal objectif, sinon pour seule cible, la stabilité monétaire, en mobilisant un seul instrument, le taux d'intérêt. En référence au modèle canonique des nouveaux keynésiens, dès lors que l'inflation était à la fois stable et faible, et que l'*output gap*, c'est-à-dire l'écart du niveau de production vis-à-vis de la production potentielle, restait limité, la politique monétaire remplissait parfaitement la tâche dévolue aux banques centrales, sans avoir à réagir aux tensions financières latentes. Pourtant, l'expansion très rapide du crédit alimentait la hausse des prix d'actifs et les risques associés à un renversement futur, inéluctable mais imprévisible. Il serait excessif d'affirmer que les banquiers centraux n'accordaient aucune attention à la stabilité financière et aux prix d'actifs. Mais sur le plan de l'action monétaire, ils ont continué à se focaliser sur les prix des biens et services et à adresser des signaux aux marchés, par les taux ou par leurs déclarations, dans le seul but de canaliser les anticipations inflationnistes. Ce qui se passait parmi les intermédiaires bancaires ou en matière de surendettement n'avait pas à être pris en compte dans les orientations de la politique monétaire. Or, une inflation faible et un *output gap* stable ne sont pas les garants de la stabilité macroéconomique si s'accumulent des tensions financières qui exigeront des ajustements de vaste ampleur, plus tard.

En réponse à la crise financière, le nouveau paradigme macroprudentiel

La crise financière a provoqué un revirement des gouvernements et des banques centrales, très fortement attachés, depuis l'automne 2008, à mieux maîtriser les sources d'instabilité financière et à éviter le déclenchement de nouvelles crises systémiques. Leur action relève désormais du nouveau paradigme macroprudentiel.

D'abord, en ce qui concerne l'appréciation des risques qui pèsent sur les systèmes bancaires. La théorie économique standard du risque bancaire appréhendait celui-ci sur un plan microéconomique, en postulant sa séparabilité et en justifiant sa gestion au moyen d'une diversification des créances ou des engagements de chaque établissement bancaire. Mais les dispositifs de prévention de l'instabilité financière concernent des économies qui ne sont pas composées d'une juxtaposition de risques individuels mais d'une combinaison et d'un enchevêtrement d'externalités et d'interdépendances. En un mot, le risque d'instabilité financière est de caractère systémique. Ensuite, si elle vise la prévention de l'ensemble des risques associés aux activités financières des banques, la réglementation prudentielle se doit de répondre à deux objectifs distincts. Elle doit contribuer à la sécurité de chaque intermédiaire bancaire afin de protéger les déposants ou les actionnaires, face à d'éventuelles défaillances individuelles. Telle est la fonction visée par les dispositifs prudentiels traditionnels, qualifiés de microprudentiels, comme Bâle 1 ou Bâle 2[6]. Mais la réglementation bancaire doit également stabiliser le système monétaire et financier dans sa dimension globale, compte tenu de ses fonctions macroéconomiques, et, donc, contenir le risque systémique. Car le risque de défaut d'une institution financière dépend non seulement de l'agrégation de ses propres risques microéconomiques, mais également du cycle macroéconomique, de l'état de confiance et de la situation des autres intermédiaires financiers. En ce sens, la finalité d'une approche macroprudentielle est non seulement d'assurer la stabilité et la continuité des échanges au sein de la sphère financière, mais aussi de limiter le risque qu'une détresse financière induise des pertes significatives en termes d'*output* réel. Celle d'une approche microprudentielle est uniquement de limiter le risque de détresse financière pour des institutions individuelles, indépendamment de leur impact sur le reste de l'économie. Or, les ratios de solvabilité ou d'adéquation des fonds propres des banques répondaient jusqu'ici à la première fonction et n'étaient pas en mesure de contraindre les processus procycliques et déstabilisants. La consolidation des systèmes financiers dans une perspective macroprudentielle doit donc répondre à deux sources principales d'instabilité : la tendance à l'excès de prise de risque en phase haute du cycle ; la sous-estimation des effets de contagion à l'intérieur même du réseau que constitue un système financier. Cela s'explique à la fois par des imperfections de marché (problèmes d'incitations, frictions informationnelles, myopie face au désastre…) et, surtout, par un ensemble de canaux de propagation des chocs de liquidité ou de solvabilité qui recouvrent deux mécanismes de base : le recours à des niveaux d'endettement excessifs dans les relations interbancaires et des transformations d'échéances déraisonnables, liés notamment à la très forte progression des financements de marchés et des

(6) Sur les grandes lignes des accords de Bâle, voir dans ce même numéro les deux encadrés de Jézabel Couppey-Soubeyran, p. 45.

flux interbancaires, surtout depuis 2002. À chaque source de fragilité ou de détresse bancaire doit alors correspondre une réponse réglementaire.

Telle est l'ambition du nouveau dispositif prudentiel, dénommé Bâle 3, que de prévenir les risques systémiques. Ce nouveau standard a été approuvé fin 2010 par les membres du G20, mais le calendrier de son application s'étend jusqu'en 2019. Si la volonté politique de sa mise en œuvre se maintient, ce *package* prudentiel qu'est Bâle 3 comprendra un ensemble d'innovations réglementaires visant les objectifs suivants : améliorer le volume et la qualité des fonds propres afin que les banques puissent mieux résister à une baisse non-anticipée de la valeur de leurs actifs ; prévenir les situations d'illiquidité en limitant la transformation d'échéances et le recours aux financements interbancaires à court terme, au moyen de la création de deux nouveaux ratios de liquidité ; mieux prendre en compte les expositions aux risques liés aux produits dérivés, aux prises en pensions, aux prêts de titres et au développement des structures de titrisation figurant au hors-bilan ; compléter les exigences de fonds propres pondérées par les risques, comme dans le *Pilier I* de *Bâle 2*, au moyen d'un autre dispositif, le ratio de levier ; et mettre en place des volants contracycliques de fonds propres en présence d'un *boom* du crédit[7].

Depuis la crise financière, il est donc question d'un *new central banking,* autant sous l'angle des objectifs de la politique monétaire qu'en ce qui concerne la place à accorder aux politiques macroprudentielles. Si la stabilité des prix et de l'*output* reste l'objectif final de la politique monétaire, la stabilité financière ne peut plus être considérée comme une dimension négligeable de la stabilité macroéconomique. « Prêtres défroqués de la religion de la stabilité des prix », selon l'expression de Martin Wolf, le chroniqueur du *Financial Times*, les banques centrales se doivent aujourd'hui d'assurer à la fois la maîtrise de l'inflation, la supervision bancaire et la responsabilité des mécanismes de résolution des faillites bancaires ; tel sera le cas de la BCE dans le cadre de l'union bancaire européenne.

(7) Pour une analyse détaillée du dispositif de Bâle 3, voir dans ce même numéro l'article de Jézabel Couppey-Soubeyran, p. 43.

BIBLIOGRAPHIE

- **Aglietta M.** (2008), *Macroéconomie financière*, Paris, La Découverte.
- **Betbèze J.-P., Bordes C., Couppey-Soubeyran J., Plihon D.** (2011), *Banques centrales et stabilité financière*, rapport du CAE, Paris, La Documentation française.
- **Blanchard O., Dell'Ariccia G., Mauro P**. (2010), *Rethinking macroeconomic policy*, IMF Staff Position Note, 12 février.
- **Cartapanis A.** (2011), « La crise financière et les politiques macroprudentielles : inflexion réglementaire ou nouveau paradigme ? », *Revue économique*, vol. 62, n° 3.
- **Eichengreen B.** (2009), « The last temptation of risk », *The National Interest*, mai-juin.
- **Greenspan A. :**

– (2002), « World finance and risk management », *Speech at Lancaster House*, 25 septembre.

– (2008), *Testimony before the committee of government oversight and reform*, US House of Representatives, Stenographic minutes, 23 octobre.

- **Kindleberger C.** (2005), *Manias, panics and crashes. A history of financial crises*, Hoboken, N. J., 1re éd. 1978.
- **Reinhart C., Rogoff K.** (2010), *Cette fois, c'est différent. Huit siècles de folie financière*, Paris, Pearson.
- **Padoa-Schioppa T.** (2010), *Markets and government before, during and after the 2007-20xx crisis*, Per Jacobsson Lecture, Basel, 27 juin.

CRISE DE LA DÉRÉGLEMENTATION FINANCIÈRE OU CRISE DE L'INTERVENTION PUBLIQUE ?

Pascal Salin
Professeur émérite d'économie à l'Université Paris-Dauphine

Si l'on suit la plupart des analyses de la crise financière qui a éclaté en 2007 et débouché sur la Grande Récession, elle est la conséquence directe de la déréglementation des marchés financiers amorcée dans les années 1980. Il en découle que la sortie de crise et la reconstruction d'une croissance plus solide passent par une intervention publique accrue dans le domaine de la finance.

C'est une lecture tout à fait opposée que propose Pascal Salin, pour qui la crise financière, loin d'être le fruit d'un trop grand laisser-faire sur des marchés intrinsèquement instables, résulte avant tout de politiques économiques inappropriées, qui ont donné aux agents économiques de mauvaises informations et incitations. Le remède serait alors plutôt de retourner vers plus de capitalisme, les marchés, quoiqu'imparfaits, se montrant toujours plus efficaces que les décideurs publics pour réguler l'économie.

C. F.

La crise financière qui a commencé en 2007-2008 – et qui, malheureusement, n'est toujours pas terminée en 2013 et s'accompagne même de crises de la dette publique – a fait l'objet d'un nombre impressionnant de commentaires, de débats, d'articles et de livres. Or, il semble qu'une idée dominante émerge de tout cet ensemble, à savoir que la crise est la conséquence de la politique de déréglementation financière menée dans de nombreux pays – en particulier aux États-Unis – au cours des années ou même des décennies précédentes. On explique que l'allégement des contraintes réglementaires et des contrôles pesant sur les banquiers les a incités à prendre trop de risques dans l'espoir d'accroître leurs revenus. Ceci serait particulièrement vrai des *traders* ou intervenants sur les marchés qui reçoivent des bonus proportionnels à leurs activités et aux profits réalisés par les institutions financières. Mais au-delà de cette hypothèse sur le comportement des banquiers et *traders*, nombreux sont ceux qui ont exprimé l'idée que les marchés – en particulier les marchés financiers – étaient naturellement instables et qu'il était indispensable que les autorités publiques viennent les « réguler »[(1)]. On retrouve ainsi une idée traditionnelle selon laquelle la politique de stabilisation économique constituerait l'un des rôles essentiels de l'État, avec les politiques d'allocation des ressources et de répartition. Si l'on se rallie à cette vision, il en résulte évidemment que la sortie de crise implique le recours à l'État, seul capable de stabiliser des marchés naturellement instables.

(1) Il faut faire extrêmement attention à l'emploi des termes. En France, on a pris la fâcheuse habitude de confondre « régulation » et « réglementation » (peut-être parce que le terme « réglementation » se traduit par « *regulation* » en anglais). Mais le problème essentiel consiste à savoir si la réglementation améliore la régulation des systèmes financiers. Or, ainsi que nous le verrons, nous pensons pour notre part que la réglementation détériore la régulation et que la déréglementation permet aux marchés de mieux jouer leur rôle régulateur.

On peut d'abord se demander pourquoi la crise a soudainement pris naissance en 2007 et pas plus tôt : les banquiers et *traders* seraient-ils devenus soudain plus avides de gains qu'auparavant et pourquoi ? En réalité, l'idée dominante ne peut être rattachée de manière cohérente à une approche théorique éprouvée et elle est donc *a priori* contestable. Deux observations peuvent aider à mettre en doute cette idée dominante :

– tout d'abord, la théorie économique a montré depuis longtemps que les individus, dans le domaine financier, arbitraient entre rendement et risque. Il faut donc se demander pourquoi, tout d'un coup, ils auraient pris trop de risques. Comme nous le verrons, c'est parce que leur environnement institutionnel les y a incités. Or, celui-ci est déterminé essentiellement par les autorités publiques ;

– par ailleurs, contrairement à ce que l'on dit bien souvent, la théorie économique reconnaît à la spéculation un rôle stabilisateur (ou régulateur). En effet, un spéculateur essaie d'obtenir un profit à partir d'une différence existant entre un prix actuel, connu, et un prix futur, inconnu. Il réalise donc durablement des profits uniquement s'il prévoit bien l'avenir et, ce faisant, il diminue la volatilité des prix et des autres variables économiques. Si la spéculation existe, alors qu'elle est risquée, c'est bien que, dans son ensemble, elle est profitable, donc stabilisatrice. Certes, des erreurs sont toujours possibles, mais, d'une part, on apprend de ses erreurs, et, d'autre part, tout le monde ne se trompe pas au même moment. Il n'en va autrement que dans le cas où l'on donne aux spéculateurs des signaux erronés. C'est précisément ce que l'on peut reprocher aux autorités monétaires et publiques dans la genèse de la crise financière récente. Ainsi, la responsabilité véritable de la crise ne vient pas de ceux qui interviennent sur les marchés financiers mais de l'interventionnisme public qui a faussé le fonctionnement de ces derniers[(2)].

Une politique monétaire déstabilisatrice

Dans toute discipline, une démarche scientifique consiste à partir d'une théorie dont on peut légitimement penser qu'elle permet de comprendre des faits potentiellement innombrables et leur donner une cohérence intellectuelle. Or, en ce qui concerne l'explication des crises, on rencontre un phénomène tout à fait extraordinaire : l'immense majorité des commentateurs s'est focalisée, par exemple, sur le débat ancien entre les keynésiens (John-Maynard Keynes) et les monétaristes (Milton Friedman) pour conclure généralement à la victoire des idées des premiers, bien à tort selon nous. Mais pratiquement tous ignorent totalement la seule théorie qui permet véritablement de comprendre les crises monétaires et financières – la plus récente comme les plus anciennes –, à savoir la « théorie autrichienne du cycle », initialement développée par deux célèbres économistes d'origine autrichienne, Ludwig von Mises et Friedrich Hayek (cf. encadré, p. 10).

La cause majeure de la crise financière a été l'extraordinaire instabilité de la politique monétaire et des taux d'intérêt au début du XXI^e^ siècle. Ainsi, le taux directeur de la banque centrale américaine est passé de 6 % en 2000 à 1 % en 2003, avant de remonter à 5,25 % en 2006. On trouve une variabilité similaire – bien qu'un peu moins marquée – dans les politiques monétaires de beaucoup d'autres pays ou régions (Banque centrale européenne, banques centrales du Royaume-Uni ou du Japon). Certes, la variabilité des taux d'intérêt a été plus faible sur les marchés financiers qui ont donc un peu amorti le choc des politiques monétaires, mais elle n'en a pas moins joué un rôle majeur. Le problème vient du fait que l'expansion monétaire à notre époque a pour corollaire une distribution de crédits. Dans un univers où l'épargne volontaire est souvent relativement faible, les autorités monétaires sont tentées de favoriser l'investissement et donc la croissance économique en développant la distribution de crédits à taux faible. Mais, ce faisant, elles créent un financement illusoire, c'est-à-dire qu'elles font croire que l'épargne est plus abondante qu'elle ne l'est en réalité, ce qui conduit à des distorsions considérables dans les structures productives et les structures de prix, en orientant de manière excessive les facteurs de production vers des projets à longue échéance et forte intensité capitalistique, alors que les individus désirent surtout consommer immédiatement. Il ne faut pas oublier que le taux d'intérêt est le prix du temps, c'est-à-dire le prix relatif entre les biens futurs et les biens présents. En manipulant ce prix essentiel, les autorités monétaires donnent des signaux erronés aux marchés, c'est-à-dire aux individus. Ceux-ci croient que l'on peut s'endetter indéfiniment à un coût faible, les banques pensent qu'elles pourront toujours se refinancer à coût faible auprès des banques centrales et elles accordent donc largement des crédits pour

(2) Nous avons analysé cette question en détail dans l'ouvrage Salin P. (2010).

accroître leurs profits. Mais tout ceci n'est qu'illusion et lorsque la politique monétaire devient plus sage, on s'aperçoit qu'on a financé des projets peu rentables et trop risqués, les banques font faillite, les emprunteurs peinent à se refinancer et donc à rembourser leurs emprunts. C'est exactement ce qui s'est passé au cours de la dernière crise financière et c'est bien dire que celle-ci n'a pas été due à la déréglementation, mais à la politique déstabilisatrice des banques centrales, ce qui rend d'ailleurs dérisoire la prétention traditionnelle des États à pratiquer une politique de stabilisation.

Les autres causes de la crise : le rôle de l'interventionnisme public

D'autres causes ont joué un rôle dans le développement de la crise monétaire, mais celles-ci n'auraient pas pu avoir autant d'influence en l'absence de la politique monétaire déstabilisatrice que nous venons d'évoquer.

La politique du logement américaine

Tel est le cas, tout d'abord, de la politique du logement aux États-Unis. On sait bien en effet que la fragilité des banques non seulement aux États-Unis, mais aussi dans d'autres pays, a été provoquée ou accrue par l'existence des crédits *subprimes*, des crédits immobiliers accordés à des emprunteurs insuffisamment solvables. On sera alors peut-être tenté de dire qu'on trouve là un exemple pertinent de cas où les banquiers, avides de profits à court terme et soumis à des contraintes réglementaires insuffisantes, ont accordé trop généreusement des crédits et pris trop de risques. Mais la réalité est toute différente. En effet, les autorités monétaires et publiques ont systématiquement incité ou même obligé les banques à prêter dans de telles conditions hasardeuses dans le but de faciliter l'accession à la propriété et donc d'en retirer un profit électoral. On a obligé les banques à abandonner les critères traditionnels permettant d'évaluer les risques attachés aux différents emprunteurs sous prétexte que les banques ne devaient pas faire de « discrimination ». Les autorités monétaires et publiques ont même interdit à certaines banques qui ne respectaient pas suffisamment ces directives de non-discrimination d'ouvrir de nouvelles agences ou de développer de nouvelles activités. Pourtant, le rôle d'une banque consiste précisément à discriminer entre ceux qui sont solvables et ceux qui le sont peu ou pas du tout. Ainsi, les réglementations, bien loin de jouer le rôle régulateur qu'on leur attribue généralement, ont contribué à développer les prises de risque excessives par les banques. Et l'abondance des liquidités due à la politique monétaire expansionniste de la banque centrale américaine a facilité cette orientation de la politique du logement. Mais il est vrai que, par ailleurs, ces crédits risqués se sont diffusés dans le système financier mondial en étant plus ou moins cachés dans des produits financiers obtenus par des techniques de titrisation, consistant à vendre des ensembles de créances très nombreuses et de qualité inégale. Les banques qui avaient initialement octroyé des crédits trop risqués ont donc essayé de s'en débarrasser en leur donnant un habillage plus acceptable. Ainsi, les risques n'ont pas été supprimés, mais transférés

LA THÉORIE AUTRICHIENNE DU CYCLE ÉCONOMIQUE

La théorie autrichienne du cycle considère que l'origine des fluctuations cycliques est de nature monétaire et que le taux d'intérêt y joue un rôle crucial. Le taux d'intérêt peut être considéré comme le prix du temps, c'est-à-dire le prix qui détermine les choix entre le présent et le futur. Le taux d'intérêt d'équilibre est celui qui détermine la compatibilité entre l'offre d'épargne prêtée par les consommateurs et la demande d'épargne empruntée par les investisseurs. Si, par exemple, les consommateurs décident de consommer moins et donc d'épargner plus, la plus grande abondance d'épargne va faire baisser le taux d'intérêt, ce qui va inciter les investisseurs à emprunter davantage et rétablir l'équilibre entre offre et demande d'épargne prêtable. Mais un autre processus peut se produire : en effet, la création monétaire a nécessairement pour contrepartie une distribution de crédits et une baisse du taux d'intérêt. Or, la distribution de crédit artificielle d'origine monétaire fait croire qu'il y a plus d'épargne disponible dans l'économie qu'il n'y en a en réalité (d'autant plus que la baisse des taux d'intérêt réduit l'incitation à épargner). La baisse du taux d'intérêt incite les investisseurs à emprunter pour investir davantage. Des facteurs de production sont alors déplacés de la production de biens de consommation vers la production de biens d'investissement. Mais ce partage entre consommation et investissement ne correspond plus au partage désiré par les consommateurs entre consommation et épargne. On produit trop de biens de production et pas assez de biens de consommation. Ce déséquilibre ne peut pas durer. Les producteurs de biens de production (y compris de biens immobiliers) font face un jour à des méventes et la crise apparaît. Et si l'on met fin, comme cela est souhaitable, à la politique monétaire expansionniste, la remontée des taux d'intérêt rend encore plus évidentes les erreurs du passé. Il faut revenir à des structures de production plus conformes aux besoins réels des agents économiques. Tel est d'ailleurs le rôle de la crise.

Pascal Salin

d'une manière peu visible. Nous avons ici l'illustration d'un phénomène fréquent : lorsque les États imposent des réglementations nuisibles, les agents économiques tentent de les contourner au moyen d'innovations institutionnelles qui ont souvent des effets pervers, mais qui sont en fait les conséquences logiques de contraintes réglementaires mal conçues.

La réglementation du secteur financier

Par ailleurs, contrairement à l'idée dominante, le secteur financier est resté l'un des plus réglementés en dépit des politiques de déréglementation déjà évoquées. Et plusieurs de ces réglementations ont joué un rôle dans le développement de la crise financière et monétaire. Il en est ainsi dans le domaine de l'assurance des dépôts, activité qui fait généralement l'objet d'un monopole public. Si l'assurance des dépôts était fournie par des compagnies d'assurance privées, celles-ci seraient incitées à surveiller l'ensemble de l'activité des banques. Dans le cas où cette activité leur apparaîtrait trop risquée, elles augmenteraient le niveau de leurs primes – du fait des risques de faillite accrus –, ce qui constituerait pour les banques une incitation à réduire leurs prises de risque (et peut-être aussi une incitation pour leurs clients à être plus attentifs au caractère plus ou moins risqué de l'activité de leurs banques).

La fonction de prêteur en dernier ressort des banques centrales

Mais peut-être faut-il surtout insister sur le rôle de la banque centrale, censée être le « régulateur » de l'activité bancaire, car celui-ci est à la fois très important et paradoxal. En effet, comme l'attestent aussi bien l'histoire que la théorie économique, un système monétaire peut fonctionner parfaitement – et même mieux – en l'absence de banque centrale. Toutefois, il est habituel de considérer qu'il existe dans le domaine financier et monétaire un « risque systémique », c'est-à-dire un risque spécifique inhérent au fonctionnement d'un système bancaire. En effet, dit-on, si une banque – en particulier de grande dimension – fait faillite, il y a un risque de faillites en chaîne, d'une part parce qu'il existe un marché interbancaire – c'est-à-dire que les banques sont créancières les unes des autres – et parce qu'une telle faillite peut provoquer des paniques bancaires. C'est pourquoi on estime généralement qu'une banque centrale doit jouer le rôle de « prêteur en dernier ressort », en fournissant à une banque en difficulté les liquidités nécessaires pour lui éviter la faillite. Cette fonction de la banque centrale est en particulier illustrée par le fameux dicton « *too big to fail* » (« trop grande pour faire faillite »).

Ce rôle traditionnel des banques centrales doit pourtant être contesté. Tout d'abord, il n'y a pas de raison *a priori* de penser qu'il y a plus de risques systémiques dans le secteur monétaire et financier que dans d'autres secteurs, puisque la faillite d'une entreprise a toujours un coût pour ses créanciers et peut donc faire courir des risques de faillite à ces derniers. En second lieu, la faillite est un élément régulateur essentiel d'une économie puisqu'elle constitue la sanction ultime de la mauvaise gestion et qu'elle est donc, en tant que telle, un puissant instrument d'incitation à éviter les risques. En conséquence, si le risque de faillite est atténué ou même supprimé, l'incitation à prendre des risques ne rencontre presque plus de limites. C'est exactement ce qui se passe dans le domaine bancaire. Dans l'arbitrage entre rendement et risque que toute banque devrait faire, seul subsiste l'élément « rendement », alors que l'élément « risque » est évacué totalement ou presque. On aboutit donc à cet apparent paradoxe : alors que la banque centrale est censée avoir pour rôle d'éviter le risque systémique, c'est précisément son rôle de prêteur en dernier ressort qui l'alimente !

Un système insuffisamment capitaliste

Mais, dira-t-on peut-être, même si les responsabilités des autorités monétaires et publiques dans l'apparition et le développement de la crise sont évidentes, il n'en reste pas moins que les banquiers ont pris trop de risques et qu'ils ont donc au moins contribué au développement de la crise. Pour essayer d'évaluer le rôle joué par les décisions des banquiers, il faut envisager deux problèmes : celui de l'information et celui du système d'incitations.

Les marchés plus efficaces que les pouvoirs publics face aux imperfections d'information…

En ce qui concerne le problème d'information, il est tout d'abord clair que la plupart des banquiers n'ont pas été conscients des risques inhérents à la politique monétaire expansionniste. Ils ont été les victimes – consentantes – des illusions créées par les autorités monétaires et ont cru que l'on pouvait indéfiniment pratiquer la fuite en avant en prêtant presque sans limites

et en se refinançant à bas prix auprès des banques centrales. Sans doute auraient-ils eu une meilleure appréciation des faits s'ils avaient connu la théorie autrichienne des cycles, mais cela n'a généralement pas été le cas. En outre, ils ont souvent fait confiance à des modèles financiers très complexes et hermétiques qui rassuraient par leur aspect apparemment scientifique mais ne reposaient pas nécessairement sur des bases théoriques solides. Ceci a une implication importante : lorsqu'on considère – comme cela est notre cas – que la meilleure régulation passe par le fonctionnement libre des marchés, cela ne signifie pas pour autant qu'on considère les marchés comme parfaits. Les marchés sont imparfaits, parce que les hommes sont imparfaits et qu'ils ne disposent pas, par exemple, d'une information parfaite. Le risque d'erreur existe donc toujours. Mais un système de marchés libres n'en reste pas moins supérieur à un système réglementé et centralisé parce que la diversité des expériences et des modes d'acquisition des informations permet d'améliorer constamment la qualité de l'information ; les erreurs des uns sont compensées par les succès des autres, on apprend de ses erreurs et on est incité par la concurrence à obtenir une meilleure information que les autres. Dans un système réglementé et centralisé, l'expérimentation n'est plus possible et toute erreur est nécessairement une erreur de très grande dimension, comme celle qui a conduit à une politique monétaire déstabilisatrice et à une variabilité excessive des taux d'intérêt. En outre, l'absence de concurrence n'incite pas à rechercher les meilleures solutions et la meilleure information.

… et en matière d'incitations

Le problème des incitations est lui aussi fondamental. Ainsi, comme nous l'avons rappelé, l'idée dominante consiste à dire que les banquiers ont pris trop de risques. Mais que désigne-t-on exactement quand on utilise le terme « banquier » ? Pour bien le comprendre, une comparaison semble utile. Aux XVIII^{e} et XIX^{e} siècles, il existait dans tous les pays un très grand nombre de petites banques possédées par un propriétaire capitaliste unique ou un petit nombre de propriétaires. Par ailleurs, les fonds propres de ces banques constituaient une proportion très importante (50 à 80 %) du bilan des banques, c'est-à-dire que les propriétaires des banques prêtaient ou investissaient leurs propres ressources. Ils savaient très bien que, s'ils prenaient trop de risques, ils feraient faillite et perdraient leurs avoirs. En tant que capitalistes propriétaires des fonds propres, ils étaient responsables, c'est-à-dire qu'ils supportaient eux-mêmes les conséquences de leurs décisions. Mais les structures bancaires de notre époque sont totalement différentes : il existe un nombre absolument considérable de petits actionnaires de banques qui sont souvent de très grande dimension. Il en est ainsi, entre autres raisons, parce qu'il y a un avantage à être grand du fait de la doctrine du « *too big to fail* » ; mais aussi parce que les politiques publiques – en particulier fiscales – souvent hostiles au « capital », ont fait passer les systèmes économiques d'un monde de fonds propres – c'est-à-dire de propriétaires responsables – à un monde d'endettement. Les actionnaires, très nombreux et disposant chacun d'une très faible partie du capital des banques n'ont donc aucun moyen de peser sur les décisions. Celles-ci sont prises non pas par des capitalistes, mais par les dirigeants des banques qui sont des salariés. Or, ceux-ci ont beaucoup moins d'incitations que les capitalistes à éviter la faillite. Leur intérêt consiste plutôt à essayer de maximiser leurs revenus à court terme. Il n'est donc pas faux de dire que les décideurs bancaires (pour éviter le terme ambigu de « banquier ») ont été incités à prendre trop de risques pour accroître leurs rémunérations. Cependant, ceci n'est pas le résultat d'une insuffisance de réglementation, mais d'une insuffisance de capitalisme !

Sortir de la crise

La sortie de crise est rendue difficile par les erreurs d'analyse à son propos. Dans la mesure où l'on considère qu'elle découle de l'instabilité fondamentale des marchés et des déréglementations excessives, on en

déduit que l'interventionnisme étatique doit réguler les marchés. Or, comme, en réalité, ce sont toutes les erreurs de l'interventionnisme étatique qui ont provoqué la crise et agi sur son développement, il faudrait maintenant réduire l'interventionnisme étatique et laisser les marchés jouer leur rôle de régulation.

Mais, dans la plupart des pays, on a réagi à tort en alourdissant les dépenses publiques, ce qui conduit à de nouvelles distorsions dans les structures productives et aux crises de la dette souveraine ; en augmentant considérablement la création de monnaie, ce qui risque de provoquer une nouvelle crise monétaire ; en introduisant de nouvelles réglementations, ce qui risque de réduire la capacité d'ajustement des marchés financiers.

Prenons un seul exemple au sujet de la réglementation : dans un certain nombre de pays et en particulier dans l'Union européenne, on décide ou on envisage de limiter les bonus des *traders*, considérant qu'ils ont stimulé les incitations à prendre des risques. Mais pourquoi les bonus existent-ils ? Tout simplement parce qu'on estime, à juste tire, qu'ils incitent les *traders* à prendre de bonnes décisions. Comme pour beaucoup de situations humaines, on a donc un aspect positif – l'incitation à faire des profits – et son pendant négatif – l'incitation à prendre trop de risques. Comment déterminer la politique de bonus optimale qui permettra de parvenir au meilleur arbitrage entre ces deux aspects ? Nul ne le sait parfaitement. Le meilleur moyen pour cela consiste à expérimenter, c'est-à-dire à laisser les entreprises concernées essayer diverses formules. On apprendra ainsi de l'expérience, on examinera les résultats obtenus par les uns et par les autres et, peu à peu, le meilleur système de régulation pourra être adopté, tout en tenant compte du fait que chaque institution financière peut avoir des spécificités qui rendent nécessaire une politique de bonus particulière. Si l'on a, par contre, recours à la loi et à la réglementation, on se prive de toute la richesse de l'expérimentation. Les décisions sont alors prises pour des motifs politiques par des personnes non concernées qui se préoccupent peut-être surtout de leurs effets d'annonce vis-à-vis de l'opinion. Et si le système de rémunération des bonus n'est pas optimal – ce qui est nécessairement le cas –, personne ne pourra s'en rendre compte. De plus, ceux qui l'auront décidé n'en subiront pas les conséquences fâcheuses. Ceux qui décident des réglementations ne trouveront jamais des solutions meilleures que celles qui émergent peu à peu des expériences menées par une multitude de personnes concernées et plus responsables.

Parce qu'elle a été mal comprise, la crise apporte donc, outre ses effets immédiats, un renforcement regrettable et durable de l'interventionnisme étatique qui se manifeste en particulier par une croissance des dépenses publiques, décourageante pour tous les salariés et entrepreneurs, une expansion de la quantité de monnaie, source d'inflation et d'instabilité économique, un renforcement des réglementations qui atténue les capacités d'autorégulation des marchés. C'est la prospérité de tous qui en est nécessairement la victime.

BIBLIOGRAPHIE

- **Hayek F.A.** (1975), *Prix et production*, Paris, Calman-Lévy (1ère éd. 1931, *Prices and production*).
- **Huerta de Soto J.** (2011), *Monnaie, crédit bancaire et cycles économiques*, Paris, L'Harmattan.
- **Mises L. von** (1981), *The Theory of Money and Credit*, Indianapolis, Liberty Fund (1ère éd. 1912, *Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel)*
- **Salin P.** (2010), *Revenir au capitalisme pour éviter les crises*, Paris, Odile Jacob.

UN APERÇU DES INNOVATIONS ET PRATIQUES FINANCIÈRES AU CŒUR DES POLÉMIQUES

Christophe Boucher
Université de Lorraine (CEREFIGE) et ABN AMRO

Les innovations financières sont régulièrement accusées de créer de l'instabilité sur les marchés, en particulier lorsqu'elles favorisent la spéculation et l'opacité. De la titrisation aux CDS à nu en passant par le *trading* pour compte propre et la spéculation sur les marchés de matières premières agricoles, plusieurs produits et pratiques ont attiré l'attention au cours des désordres financiers des dernières années et fait l'objet de propositions d'encadrement réglementaire. Christophe Boucher fait le point sur ces innovations, à la fois sources d'efficacité, d'instabilité et de risque.

C. F.

Régulièrement pointées du doigt par les décideurs politiques, et plus récemment par la société civile, les pratiques et innovations financières sont sous le feu des critiques[1]. *Trading* pour compte propre, ventes à découvert, titrisation, détention à nu des CDS, bonus, *trading* haute-fréquence, *hedge funds*, centres financiers *off-shores*, produits structurés… Les controverses ne manquent pas.

De manière générale, l'innovation financière obéit à deux logiques :

– elle répond en premier lieu à la demande des ménages, des entreprises et des institutions financières et bancaires, qui recherchent des produits nouveaux en termes de rendement, de risque et de liquidité ainsi que des moyens de se couvrir contre de nouveaux risques (Desai et Low, 1987)[2] ;

– elle constitue également une voie de contournement des réglementations. C'est la dialectique réglementaire, théorisée par Kane (1988)[3] : la réglementation étant coûteuse à court terme pour les opérateurs tenus de la respecter, ceux-ci cherchent à la contourner au risque d'engendrer de nouveaux risques qui nécessiteront une nouvelle réglementation. L'innovation financière exploite ainsi les lacunes de la réglementation jusqu'à ce que les autorités financières réagissent, soit en atténuant les causes de la riposte des opérateurs (d'où la déréglementation), soit, le plus souvent, en adaptant la réglementation au nouveau contexte (reréglementation). Mais les rapports de force entre le régulateur et

(1) En particulier en France, où c'est même une longue tradition : « Mon adversaire, c'est le monde de la finance » (François Hollande, 22 janvier 2012), « La bourse je la ferme et les boursiers je les enferme » (Vincent Auriol, juin 1938), « La politique de la France ne se fait pas à la corbeille » (Charles de Gaulle, 28 octobre 1966), « Si la Bourse est mauvaise, fermez-la. » (Napoléon Bonaparte, 1813).

(2) Desai M. et Low M. (1987), « Measuring the opportunity for product innovation », *in* De Cecco M. (ed.), *Changing Money : Financial Innovation in Developed Countries*, Basil Blackwell, Oxford.

(3) Kane E. (1988), « Interaction of financial and regulatory innovation », *American Economic Review* vol. 78.

les agents financiers sont déséquilibrés ; il faut moins de temps aux banques pour contourner la réglementation qu'il n'en faut au régulateur pour s'adapter et re-réglementer.

Le *trading* pour compte propre et la séparation des activités bancaires

Une activité risquée

Le *trading* pour compte propre est au cœur des débats sur la régulation bancaire. Cette activité consiste pour une banque à prendre des positions sur les différents marchés financiers – actions, taux, devises ou marchés dérivés – pour elle-même et non pas pour le compte de ses clients. La banque achète ou vend des instruments financiers, financés directement par ses ressources, lesquelles n'incluent pas seulement ses fonds propres, mais aussi les dépôts des épargnants et les emprunts. Cela signifie donc que, outre les fonds propres, les autres strates de financement de la banque, notamment les dépôts de la clientèle, supportent indirectement un risque, qui peut être important[4].

Lorsque les conditions de marché sont favorables, le *trading* pour compte propre améliore sensiblement la rentabilité des banques ; mais lorsque le climat se détériore, les pertes sont socialisées, les pouvoirs publics ne pouvant laisser les banques d'importance systémique faire faillite.

Les activités de *trading* pour compte propre comme pour compte de tiers, lorsqu'elles se situent dans le giron d'une banque, profitent ainsi non seulement des ressources de la banque de détail en cas de pertes mais aussi de la garantie implicite de sauvetage de l'État. Cet aléa moral incite à une prise de risques excessive. Les projets de réforme bancaire visent en conséquence deux objectifs : limiter les risques et l'intervention de l'État en cas de crise d'une part ; recentrer les banques sur le financement de l'économie réelle – ménages et entreprises – d'autre part.

Banque universelle *versus* séparation bancaire

Le modèle de la banque universelle – qui associe la banque de détail et la banque de financement et d'investissement –présente l'indéniable mérite d'offrir une plus grande solidité financière aux banques. Les sources de revenus sont plus diversifiées et les activités de marché ont permis d'améliorer sensiblement la rentabilité des banques[5], premier déterminant de leur solidité.

Il existe toutefois aujourd'hui un quasi-consensus chez les économistes sur la nécessité de limiter l'exposition des activités vitales pour l'économie bancaire (dépôts, crédits, conseil stratégique et financier, etc.) aux risques engendrés par les activités de négociation. La séparation des activités de marché et des activités bancaires traditionnelles pourrait revoir le jour, avec un double objectif :

– diminuer l'aléa moral et la rente liée à la probabilité élevée d'un soutien de l'État en cas de crise bancaire ;

– protéger les déposants et les contribuables des conséquences d'une crise bancaire.

Ce débat sur la séparation des activités bancaires puise à des sources anciennes : historiquement, la séparation des activités des banques de crédit et des banques d'investissement avait été mise en œuvre dans un certain nombre de pays (notamment aux États-Unis à travers le *Glass Steagall Act*) avant d'être presque partout abandonnée dans les années 1980 et 1990.

Les initiatives réglementaires

Au niveau international, le débat s'organise aujourd'hui autour de trois initiatives principales[6] :

– la « règle Volcker », insérée dans le Dodd-Frank Act, voté en juillet 2010 par le Congrès américain, dont le principe général est l'interdiction pour les banques américaines ou actives aux États-Unis d'effectuer du *trading* pour compte propre ;

– les travaux de la Commission Vickers au Royaume-Uni, dont le rapport a été rendu public en septembre 2011. Ce rapport propose un cloisonnement des activités entre, d'une part, la banque de détail et, d'autre part, la banque de financement et d'investissement ;

(4) Il est à distinguer du *trading* pour compte de tiers, car contrairement à la gestion pour compte propre, les risques de crédit et de marché sont principalement pris par le client. Sur certains produits, la banque peut toutefois supporter d'importants risques opérationnels.

(5) Directement par les revenus générés par les activités de marché et indirectement avec les économies d'échelle ou de gamme.

(6) Pour plus de détails sur la réglementation financière, voir dans ce même numéro l'article d'Yves Jégourel, p. 31.

– enfin, le rapport de la Commission des « sages » mise en place par la Commission européenne et présidée par l'ancien gouverneur de la banque centrale de Finlande Erkki Liikanen, propose d'obliger les banques qui ont une activité de *trading* significative à créer une filiale dédiée.

Les bonnes intentions affichées dans ces différents rapports tranchent néanmoins avec les projets de réformes nationaux. Dans son application, le critère de cantonnement ou de filialisation est ambigu. La frontière est poreuse entre la couverture du risque et la pure spéculation. Quant à la tenue de marché, il est difficile de faire la différence entre les activités spéculatives pour compte propre, qui devront être filialisées, et les activités permettant au marché de rester liquide.

Le *trading* haute-fréquence

Une accélération de l'exécution des ordres sur les marchés

Le *trading* haute-fréquence désigne un nouveau mode de négociation sur les marchés financiers. Il s'agit d'ordinateurs surpuissants, programmés pour collecter l'information et réagir en temps réel avec une très grande rapidité d'exécution. Ils opèrent par exemple sur les écarts de cours d'une même valeur sur différentes places[7]. Le *trading* haute-fréquence représente aujourd'hui environ 30 % des transactions réalisées en Europe et 50 % de celles réalisées aux États-Unis.

Il combine l'utilisation d'algorithmes mathématiques très complexes à celle de technologies informatiques ultra-performantes. Cette combinaison permet d'analyser à grande vitesse et en permanence l'ensemble de l'information disponible sur le marché et d'exécuter consécutivement d'importants volumes d'ordres en un laps de temps très restreint (plusieurs dizaines d'ordres par milliseconde). Un décalage de cours infime peut, dans ces conditions, représenter des opportunités de gains extrêmement importants pour les banques ou fonds d'investissement.

Le progrès technologique n'explique pas à lui seul l'émergence de ces opérations. En France comme aux États-Unis, les pouvoirs publics ont décidé d'ouvrir la négociation d'ordres à la concurrence, ce qui a multiplié les plateformes de négociation. Il était donc logique

(7) Pour aller toujours plus vite, les opérateurs n'hésitent pas à louer très cher des emplacements proches de l'ordinateur de l'entreprise de marché. On les appelle les « colocataires ».

qu'émergent des acteurs exploitant les écarts de cours entre les différentes plateformes.

Amélioration du fonctionnement des marchés ou nouvelle source d'instabilité ?

Cette pratique fait l'objet de controverses : progrès permettant d'améliorer la liquidité et l'efficience des marchés (en identifiant et corrigeant les micro-inefficiences) pour les uns, innovation dangereuse aggravant certains défauts de marché et compliquant leur régulation pour les autres[8].

La première critique de ce type de pratique concerne l'asymétrie d'information entre les participants qui se trouve aggravée, voire transformée en rente informationnelle. Les autres opérateurs peuvent alors avoir intérêt à développer des stratégies dans lesquelles leurs ordres restent cachés, en les redirigeant vers d'autres marchés plus opaques tels les *dark pools* ou les marchés de gré à gré.

Une seconde critique concerne le rôle déstabilisant de ce type de négociations. Les algorithmes pourraient être pris dans une logique mimétique où ils accroissent les déséquilibres au lieu de les résorber. Ce risque systémique de haute-fréquence dû à la vitesse s'est matérialisé en France avec « quelques exemples vécus de pertes de contrôle d'algorithmes ou d'interactions défavorables entre algorithmes »[9] et aux États-Unis lors du krach éclair du 6 mai 2010. Ce jour-là, l'indice Dow Jones américain perd 9,2 % en dix minutes avant de les regagner en partie presque aussi rapidement. S'il n'a pas été l'initiateur de ce mouvement, le *trading* haute-fréquence a joué un rôle perturbateur en accélérant le phénomène de dérapage des cours.

Outre ce risque d'instabilité, la faculté des systèmes de *trading* haute-fréquence à insérer, modifier et supprimer les instructions envoyées aux plateformes de négociation peut également faire craindre des manipulations de cours. En effet, le taux d'exécution des ordres est compris entre 1 et 5 % seulement. Certes, l'annulation d'ordres n'est pas illégale en soi, mais elle constitue une technique classique de manipulation consistant à créer une illusion d'intérêt sur une valeur pour ensuite profiter de la variation de cours suscitée artificiellement.

Enfin, ce type de négociations ultrarapide pose de sérieux problèmes de surveillance aux régulateurs qui doivent s'équiper d'outils aussi performants que les acteurs qu'ils surveillent.

Quel encadrement réglementaire ?

Ce constat amène aujourd'hui le régulateur à présenter un certain nombre de propositions relatives à l'encadrement réglementaire du *trading* haute-fréquence. En termes d'abus de marché premièrement, la directive MAD (*Market Abusive Directive*) devrait dans sa version finale établir une liste exhaustive des types de *trading* haute-fréquence relevant de l'abus de marché et par conséquent formellement interdits par la loi. Le nouveau régime MAD devrait par ailleurs étendre les capacités d'enquête et de sanction des régulateurs nationaux actuellement très réduites.

Afin de se prémunir contre les effets d'amplification du *trading* haute-fréquence dans des conditions de marché dégradées et de lutter contre les distorsions de concurrence ensuite, plusieurs options ont été proposées dans le cadre de MIF II (la révision de la Directive MIF). Les entreprises ayant recours au *trading* haute-fréquence seront ainsi contraintes de mettre en place des procédures de contrôle des risques avancées pour prévenir tout dysfonctionnement potentiel des algorithmes utilisés. Le descriptif de ces algorithmes devra par ailleurs être mis à disposition du régulateur.

Les *traders* exécutant un nombre significatif d'ordres sur un instrument particulier devront ensuite être en mesure de fournir en continu un niveau de liquidité minimum sur cet instrument. Ils devront par ailleurs observer un temps de latence minimum avant d'annuler les ordres émis.

Un ratio minimum d'exécution des ordres passés pourrait enfin être exigé, ce qui passerait par la mise en place de pénalités financières pour les ordres annulés.

La réduction du pas de cotation[10] un temps envisagée n'a quant à elle pas été retenue au prétexte qu'elle aurait pu conduire à une augmentation des écarts de cotation (*spreads*) défavorable aux investisseurs, la diminution du nombre de chiffres après la virgule réduisant les possibilités d'arbitrage et donc la qualité de la formation des prix.

(8) Pour une revue récente des recherches théoriques et empiriques sur le *trading* haute fréquence, le lecteur pourra consulter : Jones C. (2013), "What do we know about high-frequency trading ?", *Columbia Business School Research Paper* Vol. 13-11.

(9) Le *trading* haute fréquence vu de l'Autorité des marchés financiers (AMF) par Arnaud Oseredczuck, chef du service de la surveillance des marchés (mai 2011), 11e journée des RCCI et des RCSI.

(10) Écart minimum entre deux cotations de même valeur.

La taxe sur les transactions financières proposée par le gouvernement français dans le projet de loi bancaire quant à elle ne devrait toucher le *trading* haute-fréquence que dans une moindre mesure car le projet épargne les « teneurs de marché » qui représentent une très large majorité des opérateurs à haute-fréquence.

En Allemagne, il a été décidé fin septembre 2012 que les acteurs devaient s'enregistrer auprès de la BaFin, l'autorité des marchés financiers, lui dévoiler leurs algorithmes et s'assurer que leurs systèmes n'engendrent pas de réactions en chaîne conduisant à des scénarios extrêmes.

Les autorités peuvent interdire une stratégie de *trading* algorithmique spécifique en cas d'effet négatif sur les marchés. Le texte prévoit aussi une limitation du ratio entre ordres abandonnés et ordres exécutés, ainsi qu'une taxe en cas d'annulations excessives.

Les CDS à nu

Les CDS (*Credit Default Swaps*) sont des contrats de couverture contre le risque de défaut de paiement d'une entreprise ou d'un État. Les CDS souverains s'appliquent à la dette des États : ils sont comme des contrats d'assurance dont le paiement est déclenché en cas de faillite d'un pays. Le vendeur de CDS s'engage, contre le paiement d'une prime régulière, en cas d'événement affectant la solvabilité d'une entreprise ou d'un État, à dédommager l'acheteur de CDS.

Dans le cas de CDS souverains « à nu », l'acheteur de CDS ne détient pas de titre de dette correspondant, ce qui signifie qu'il bénéficie de l'assurance sans supporter le risque contre lequel il s'assure. Détenus « à nu », ces instruments ne servent donc plus d'assurance mais d'instrument de spéculation et d'arbitrage. Ces détentions « à nu » permettent d'améliorer la liquidité des marchés de CDS et d'accroître l'intérêt des investisseurs pour le marché des obligations sous-jacentes, réduisant ainsi le coût de la dette. Les CDS souverains permettent donc à la fois de s'assurer contre le risque souverain mais aussi de gagner de l'argent lorsque la solvabilité d'un État paraît fragilisée.

La détention de CDS « à nu » est à l'origine de deux polémiques. Si les investisseurs parient sur le défaut de paiement d'un État, le prix de ces CDS s'accélère et cela pourrait avoir un effet direct sur le marché primaire de la dette des États (les nouvelles émissions de dette). Les États peuvent alors éprouver des difficultés à placer leur dette à des conditions raisonnables sur le marché primaire. Le prix des CDS est en effet utilisé pour évaluer le risque des émetteurs de dette à la manière d'une échelle de risque. Outre cet effet direct sur les marchés primaires de dette, la volatilité des CDS souverains a aussi fragilisé les banques et les assureurs qui détiennent une part importante des dettes des États[11].

D'un côté, on peut s'interroger sur la capacité des investisseurs à évaluer sereinement la solvabilité des États en période de stress intense. Mais en même temps, ces CDS ont permis de donner un prix et de rendre liquide le risque souverain. C'est un peu comme si la valeur d'un contrat d'assurance-automobile pouvait s'échanger sur un marché avec un prix qui fluctuerait en permanence en relation avec l'état de fatigue du conducteur, sa consommation de produits spiritueux et les conditions météorologiques.

Les marchés des CDS souverains constituent-ils de bons indicateurs du risque de crédit souverain et offrent-ils une bonne protection contre ce risque ou sont-ils sujets à des excès spéculatifs et provoquent-ils une augmentation des coûts de financement ?

L'Union européenne a tranché et décidé en 2011 d'interdire la détention de « CDS à nu » accusés d'avoir amplifié la crise des dettes souveraines en zone euro. Cette directive est appliquée depuis le 1er novembre 2012. Ces mesures sont toutefois critiquées pour avoir affecté la liquidité du marché de la dette souveraine et pourraient avoir réduit l'intérêt des investisseurs pour le marché des obligations sous-jacentes de nombre de pays qui verraient le coût de leur dette augmenter.

Les ventes à découvert de titres souverains

Outre l'interdiction d'échange de CDS souverains « à nu », la directive entrée en vigueur le 1er novembre 2012 interdit également les ventes à découvert de titres obligataires souverains. De manière générale, la vente à découvert consiste à emprunter un actif dont on pense que le prix va baisser et à le vendre, avec l'espoir d'empocher une différence au moment où il faudra

(11) Pour certains, le marché des CDS serait même un « pousse-au-crime », car des investisseurs peuvent être tentés de spéculer à la hausse sur le marché des CDS souverains ce qui pourrait laisser penser à une augmentation du risque de défaut d'un État et rendre difficile son financement. Sa probabilité de défaut augmenterait et en conséquence la valeur des CDS s'élèverait. Ces enchaînements sont toutefois loin d'être démontrés.

le racheter pour le rendre au prêteur. Elles peuvent prendre une forme plus poussée – on les appelle alors « ventes à nu » –, quand l'investisseur n'emprunte pas l'actif mais espère l'acheter avant le règlement de la première opération de vente.

Les ventes à découvert sont décriées de manière générale car elles peuvent concourir à accélérer les ventes et faire baisser davantage les prix en cas de panique. Lorsqu'elles se pratiquent « à nu », elles font de plus courir un risque d'incident de livraison des titres vendus à découvert et pourraient entraîner une cascade de défauts, avec un risque de propagation systémique. Cette pratique financière a été mise en cause pendant la crise financière de 2008 et aux débuts de la crise de la dette souveraine. Quatre pays européens – la France, l'Italie, l'Espagne et la Belgique – ont décidé d'interdire de manière temporaire cette pratique sur certaines valeurs financières.

Malgré tout, les ventes à découvert permettent également d'assurer le bon fonctionnement des marchés financiers, en particulier pour assurer la liquidité du marché et contribuer à l'efficacité du processus de formation des prix. Surtout, selon la plupart des études économiques[12], cette interdiction n'a qu'un effet limité. Elle présente de surcroît des risques : en limitant la spéculation à la baisse, elle maintient artificiellement le cours d'un titre et risque de limiter la « force de rappel » qui peut s'exercer *via* les ventes à découvert en cas de gonflement d'une bulle spéculative. Enfin, lorsque ce type d'interdiction est pris en période de stress, le signal envoyé aux opérateurs de marché peut aggraver encore les tensions car ils risquent d'en déduire que la situation est grave.

La titrisation

La titrisation est une technique financière par laquelle des créances traditionnellement illiquides et gardées par leurs détenteurs jusqu'à l'échéance sont transformées en titres négociables et liquides. Pour ce faire, les actifs en question sont cédés à un véhicule *ad hoc* (souvent appelée SPV pour *Special Purpose Vehicle*) qui émet, en contrepartie des titres (souvent désignés par le terme « titres adossés à des actifs », ou « *Asset Backed Securities* » – ABS) pour pouvoir en financer l'acquisition.

Cette transformation d'actifs illiquides en titres négociables peut par ailleurs s'accompagner d'une restructuration et d'une reconfiguration donnant aux titres offerts au marché des caractéristiques différentes de celles des actifs sous-jacents en termes de paiement, de coupons, de durée et de sensibilité aux fluctuations des taux d'intérêt. La multiplication des formes de titrisation depuis quelques années a augmenté sensiblement la panoplie des titres issus sur ce marché et leur complexité.

L'une des conséquences premières de la titrisation a été de fournir aux banques (et à toutes les institutions de crédit) des instruments leur permettant de gérer de façon nouvelle leurs bilans et d'adapter leurs structures financières à leurs objectifs. Le modèle de la banque de détail – « initier les crédits et porter le risque » – qui a prévalu pendant de nombreuses années après la Seconde Guerre Mondiale, a cédé sa place au modèle de la banque d'investissement – « initier les crédits et vendre le risque » –.

Née aux États-Unis dans les années 1960, la titrisation a connu une expansion importante également en Europe à partir de 2000, tandis que les produits et les structures devenaient de plus en plus complexes. En France, la titrisation a été introduite par la loi du 23 décembre 1988. Sous l'impulsion de Pierre Bérégovoy, l'idée était de faciliter le développement du crédit immobilier en permettant aux banques de sortir les créances de leurs bilans et d'améliorer leurs ratios de solvabilité réglementaire.

La crise des *subprimes* d'août 2007 a mis en lumière certaines dérives dans l'utilisation de la titrisation des créances immobilières aux États-Unis, qui ont contribué au déclenchement de la crise financière de 2007 à 2011. Le marché des *subprimes* en particulier a gonflé à des niveaux jamais vus en raison de l'utilisation de la titrisation car plus les organismes de crédits titrisaient leurs prêts déjà octroyés, plus ils pouvaient en octroyer de nouveaux. De plus, les *subprimes* titrisés ont été mélangés à d'autres produits puis re-titrisés plusieurs fois à l'échelle mondiale, de sorte qu'il est devenu très difficile de savoir qui détient des produits liés à des *subprimes* et en quelle quantité.

La titrisation des crédits est pourtant incontournable. Elle facilite la transmission du risque vers les agents qui souhaitent le porter. Elle permet de constituer de nouvelles classes d'actifs qui enrichissent la diversification des portefeuilles des investisseurs. L'avantage

(12) Voir par exemple, Battalio R, Mehran H. et P. Schultz (2012), « Market Declines : What is Accomplished by Banning Short-Selling ? », *Current Issues in Economics and Finance* 18(5).

pour les banques est triple : en épurant leurs bilans des créances les plus risquées, elles se protègent tout d'abord du risque de non-recouvrement de ces créances ; elles économisent par là même le coût des provisions qu'elles auraient été tenues de constituer si elles avaient conservé les créances en question ; enfin, elles améliorent le rapport de leurs fonds propres à leur encours de crédit, ce qui leur permet d'accorder de nouveaux crédits.

Le Comité de Bâle a proposé aux banques des exigences de fonds propres en regard des positions de titrisations. Avant de faire le calcul, un prêteur doit décoter ou surcoter les actifs en fonction de leur degré de risque.

Les produits structurés

Les produits structurés sont des produits financiers résultant de la combinaison d'un ou plusieurs produits financiers de base (par exemple des actions ou des obligations) avec des produits dérivés. Il existe des formes très variées de produits structurés. Il est difficile de mettre en avant une combinaison standard. Les combinaisons sont innombrables et l'innovation très rapide. Les produits structurés sont fabriqués « sur mesure » pour répondre aux besoins spécifiques d'investisseurs qui recherchent des caractéristiques différentes des instruments financiers standards.

Les produits structurés permettent d'offrir des flux de paiements originaux ou des conditions d'emprunt atypiques qui se déclenchent dans des conditions économiques et de marchés particulières : d'euphorie comme de stress, d'inflation forte comme de déflation. Parfaitement transparents et compris, ces produits structurés permettent de répondre à des demandes très particulières d'emprunt, de placement ou d'assurance.

Ces produits ont été à l'origine de polémiques liées à leur commercialisation et leur souscription abusive par des clients qui ne comprenaient pas ou n'avaient pas intérêt à examiner leurs détails et leurs raffinements. En France, c'est en particulier le cas des produits structurés contractés auprès des établissements bancaires par les collectivités locales et autres organismes publics locaux. Les collectivités locales disposent d'une assez grande liberté pour choisir leurs conditions d'emprunt. Les établissements bancaires leur ont ainsi proposé à partir de la fin des années 1990 des produits structurés.

Ces produits ont permis aux collectivités d'emprunter à de meilleures conditions que ce qu'offraient les emprunts à taux fixe ou taux variables plus classiques. Mais les emprunts structurés ont aussi généré des coûts d'intérêt très élevés lorsque la dimension « exotique » du produit est apparue au grand jour.

Ainsi, certaines collectivités locales ont souscrit des emprunts structurés qui peuvent comprendre deux périodes :

– une première période dite « bonifiée » sur trois ou quatre ans, durant laquelle le taux d'intérêt est très attractif ;

– une seconde période, sur dix ou vingt ans, durant laquelle le taux d'emprunt est calculé à partir d'une formule complexe comprenant par exemple une parité monétaire ou le rapport entre deux taux d'intérêt. C'est la partie dite « exotique » ou « toxique » selon qu'elle est ou pas maîtrisée par le souscripteur.

Les élus, les banques et les responsables financiers des collectivités se renvoient mutuellement la responsabilité de la souscription de ces produits complexes. Les pouvoirs publics ont mis en place fin 2009, un dispositif contractuel (la « Charte Gissler ») complété d'une circulaire, qui contient des engagements des banques de ne plus proposer certains types de produits aux collectivités locales. Plusieurs collectivités locales ont d'ores et déjà assigné certaines banques sur le fondement du manquement au devoir de conseil.

LA FINANCIARISATION DES MARCHÉS DE MATIÈRES PREMIÈRES AGRICOLES

Des marchés devenus plus volatils avec la financiarisation ?

Depuis le milieu des années 2000, l'évolution des prix mondiaux des matières premières a été caractérisée par une forte volatilité. Cette volatilité est double : d'abord, à court terme avec des fluctuations au jour le jour relativement importantes et ensuite à long terme avec des périodes de très forte croissance des cours suivies de périodes de retournement prononcé s'apparentant à des phénomènes de gonflement d'une bulle spéculative puis de krach.
L'instabilité de plus long terme des prix des matières premières agricoles a des conséquences importantes, en particulier sur les prix alimentaires à la consommation. La crise alimentaire mondiale de 2007-2008 a été caractérisée par une très forte hausse du prix des denrées alimentaires de base dans les pays les plus pauvres de la planète, entraînant une instabilité politique et des émeutes de la faim dans plusieurs régions du monde[1].
L'augmentation de cette double volatilité observée sur les marchés de matières premières a été mise en parallèle avec le processus de financiarisation de ces marchés de matières premières. D'après la Commission européenne, les investissements effectués par les investisseurs institutionnels sur les marchés dérivés des produits de base (matières premières énergétiques, métaux, minerais, matières premières agricoles) sont passés de 13 milliards d'euros en 2003 à un montant compris entre 170 et 205 milliards d'euros en 2008[2].
Les matières premières sont devenues une classe d'actifs à part entière dans la construction des portefeuilles des investisseurs non seulement pour diversifier leurs placements mais aussi pour se couvrir contre le risque d'inflation. En effet, l'inflation sous-jacente des biens et services (hors produits alimentaires et énergie) se montre depuis quelques années relativement stable et inerte. Au contraire, l'inflation totale qui intègre ces produits alimentaires et l'énergie apparaît de manière tautologique très corrélée aux évolutions des prix des matières premières. Investir dans les marchés de matières premières agricoles et énergétiques permet de lier la performance de son portefeuille à l'évolution de l'inflation et donc de se couvrir contre le risque inflationniste.

Un lien contesté

En même temps, les études économiques mettent difficilement en évidence une relation entre la financiarisation des marchés de matières premières qui touche essentiellement les marchés dérivés et l'évolution des prix physiques sur le marché au comptant ou à terme[3]. Par ailleurs, il est intéressant de noter que le cours des matières premières fluctue tout autant, si ce n'est plus, lorsqu'elles ne sont pas attachées à des produits financiers (cobalt, terres rares, tomates...).
Si la volatilité à très court terme semble pouvoir être liée à la financiarisation des marchés de matières premières, en revanche, pour la volatilité de long-terme, c'est bien davantage la nature même des marchés des matières premières qui semble être en cause. D'une part, la demande y est relativement inélastique par rapport au prix. La variation du prix d'un produit agricole (à la hausse ou à la baisse) entraînera une variation moindre des quantités demandées car les produits alimentaires de base sont des biens de première nécessité. Dans les pays en développement, la rigidité des habitudes alimentaires se trouve encore accentuée par l'absence de variétés ou d'alternatives. D'autre part, l'offre de produits agricoles est déterminée en partie par les conditions météorologiques, et la production est peu réactive aux variations de prix[4].
Une des caractéristiques majeures des marchés agricoles mondiaux est également leur étroitesse : par exemple, moins de 20 % de la production mondiale de céréales (blé, riz, maïs) feraient l'objet d'échanges sur les marchés mondiaux, le reste étant consommé dans les pays producteurs. Dans ce contexte, en cas de baisse de 5 % de la production mondiale de céréales, les pays producteurs privilégient le plus souvent le marché intérieur et prélèvent ces 5 % sur les quantités destinées à l'exportation, ce qui a potentiellement des effets très importants sur les prix fixés sur les marchés d'échanges mondiaux.
Des facteurs fondamentaux peuvent ainsi expliquer l'emballement des cours observé ces dernières années. La demande en céréales a crû à un rythme plus important depuis les années 2000, en raison d'une croissance démographique

(1) Les « émeutes de la faim », qui ont secoué l'Égypte, Haïti, le Maroc, les Philippines et de nombreux pays d'Afrique, à la suite de la flambée des prix agricoles en 2007-2008.

(2) Communication de la Commission européenne, « Relever les défis posés par les marchés des produits de base et les matières premières », 2 février 2011.

(3) Voir par exemple, Fattouh B., Kilian L. et Mahadeva L. (2012), « The role of speculation in oil markets : What have we learned so far ? », *CEPR Discussion Paper* 8916. Ainsi que, Coulibaly D. et Capelle-Blancard G. (2011), « Index trading and agricultural commodity prices : A panel granger causality analysis », International Economics n°126-127.

(4) Les producteurs ne peuvent récolter que ce qu'ils ont planté au début de la saison et les stocks sont trop coûteux pour pallier cette rigidité.

continue, mais surtout d'une augmentation du niveau de revenu. Le principal moteur est évidemment la Chine, dont la croissance économique a fortement tiré la demande à la hausse. Cet effet revenu a également eu un impact important sur le changement d'habitudes alimentaires. La consommation de viande, notamment bovine, a fortement progressé. Le développement des agrocarburants peut aussi expliquer les tensions sur certains marchés, tels ceux du maïs ou des huiles végétales.
Aussi, la crainte d'une pénurie de denrées alimentaires de base a incité certains acteurs à constituer des stocks, se traduisant sur les marchés mondiaux par une hausse de la demande, et mécaniquement par une hausse des prix.
Enfin, le rôle de la variation des taux de change n'est pas à négliger. Par exemple, entre janvier 2002 et juin 2008, le dollar américain a perdu 35 % de sa valeur par rapport à l'euro. L'appréciation de certaines monnaies par rapport au dollar a entraîné une hausse de la demande sur les marchés mondiaux des matières premières dont le prix est libellé en dollars, certains pays ayant vu leur pouvoir d'achat augmenter par le jeu du taux de change.

Comment lutter contre l'instabilité des marchés de matières premières agricoles ?

Afin de lutter contre le risque de bulles spéculatives, la CNUCED propose la mise sur pied d'une autorité de surveillance des marchés, qui pourrait intervenir sur le marché des dérivés, en achetant ou vendant, afin d'empêcher les prix de s'effondrer ou d'être entraînés dans une bulle spéculative.
Après la crise alimentaire de 2007-2008, un groupe de travail sur la volatilité des prix des matières premières a été créé dans le cadre de la présidence française du G20 (novembre 2010-novembre 2011). Concernant plus spécifiquement les marchés dérivés, la mise en place de ce groupe de travail vise à améliorer la transparence sur les marchés (en particulier, les marchés de gré à gré), lutter contre les abus de marché, et renforcer la coordination entre les régulateurs. Plus généralement, c'est la sécurité alimentaire au niveau mondial qui est visée à travers plusieurs objectifs, dont deux principaux :
– améliorer la production et la productivité de l'agriculture à court et long termes pour répondre à une demande croissante de matières premières agricoles ;
– renforcer l'information et la transparence des marchés pour mieux anticiper les crises agricoles[5].

Christophe Boucher

(5) Le G20 a décidé la création du « Système d'information sur les marchés agricoles » (Agricultural Market Information System, AMIS), afin d'encourager et de structurer les échanges d'informations entre les différents acteurs des marchés agricoles, et tout particulièrement s'agissant des informations sur les stocks.

FINANCE ET DETTES SOUVERAINES : LES ÉTATS PRIS EN OTAGE ?

Norbert Gaillard
consultant indépendant

Au plus aigu de la crise des dettes souveraines, de nombreuses critiques ont été adressées aux marchés financiers : n'exercent-ils pas sur les États une pression illégitime ? N'ont-ils pas aggravé voire provoqué la crise par le biais de la spéculation ?
L'essor de la finance de marché, nous rappelle Norbert Gaillard, a offert aux États des facilités de financement, à un moment où les changements du contexte économique rendaient difficile le maintien de l'État-providence. Ce changement de mode de financement a toutefois eu un coût important, et les États se retrouvent aujourd'hui avec des niveaux d'endettement sans précédent en temps de paix. Si les réformes financières engagées dans la foulée de la crise ont fortement réduit le pouvoir des marchés financiers face aux États, seules des réformes structurelles du marché du travail et des modèles sociaux permettront de sortir durablement des difficultés actuelles.

C. F.

Le gonflement des dettes publiques est aujourd'hui l'une des préoccupations majeures des gouvernements des économies industrialisées. Cette tendance n'est certes pas nouvelle puisqu'elle remonte aux années 1970. Néanmoins, les niveaux d'endettement public atteints ces dernières années sont anormalement élevés en temps de paix. Ils posent plusieurs questions auxquelles nous essaierons de répondre : les États sont-ils devenus excessivement dépendants des marchés financiers ? Quels moyens les gouvernements des pays développés utilisent-ils pour réduire leurs dettes publiques ? Ces moyens sont-ils efficaces ?

Une désintermédiation bancaire qui a facilité le financement des économies

Les deux chocs pétroliers et la montée en puissance des pays asiatiques, du Japon en particulier, au cours des années 1970, ont profondément déstabilisé les économies européennes et nord-américaines. La perte de compétitivité de l'industrie textile, du secteur automobile, de la sidérurgie et de la métallurgie a provoqué une explosion du chômage qui a lourdement pesé sur les comptes publics. De nombreux gouvernements ont cependant décidé de préserver leur modèle d'État-providence, avec pour conséquence le maintien et même l'accroissement du niveau des dépenses publiques, par une hausse des prélèvements obligatoires et surtout par un recours croissant à l'endettement. Ils ont donc laissé les déficits budgétaires se creuser au fil des années 1980, et accepté, bon gré mal gré, l'alourdissement de la dette publique.

Les États ont dû alors faire appel aux marchés financiers domestiques et internationaux pour absorber les besoins de financement croissants des administrations publiques. Cette évolution s'est inscrite dans un mouvement de fond qui a vu le déclin des politiques keynésiennes et le triomphe des principes néolibéraux. Très concrètement, les États ont été contraints de rationaliser et de moderniser leurs techniques de financement afin d'attirer les investisseurs étrangers.

Ainsi, au milieu des années 1980, le gouvernement français a créé trois types de titre de créance négociable : les BTF (bons du Trésor à taux fixe et à intérêt précompté), titres assimilables du Trésor de maturité initiale inférieure ou égale à un an ; les BTAN (bons du Trésor à intérêts annuels), émis pour des durées de 2 ou 5 ans ; et les OAT (obligations assimilables du Trésor), émises pour des durées de 7 à 50 ans. Ces différents titres d'État sont traditionnellement émis par voie d'adjudication dans le cadre d'un calendrier annuel publié à l'avance. Afin d'écouler plus aisément ses titres de créance, l'État s'est également entouré d'établissements de crédit français, nord-américains, européens et japonais, appelés spécialistes en valeurs du Trésor (SVT). Ces auxiliaires conseillent et assistent le ministère de l'Économie, des Finances et du Budget sur sa politique d'émission et de gestion de la dette, et servent d'intermédiaires pour placer les divers titres de créance. Par ailleurs, l'AFT (Agence France Trésor), créée en 2001, a développé une gestion active de la dette publique. Elle procède à des contrats d'échange de taux d'intérêt et à des rachats de dette afin de lisser la charge d'émission entre les années et de réduire à la fois la durée de vie moyenne de la dette et le taux moyen d'emprunt.

Cette refonte des politiques de gestion de la dette publique a permis aux États développés de réduire les taux d'intérêt nominaux auxquels ils empruntent mais, dans le contexte de désinflation des années 1980 puis de très faible inflation des années 1990-2000, les taux d'intérêt réels sont ressortis nettement positifs. Entre 1981 et 2009, les taux d'intérêt réels à court, moyen et long termes dans les pays industrialisés sont ainsi demeurés supérieurs à 1 % durant près de 75 % du temps, alors qu'au cours de la période 1945-1980, ils n'auront été supérieurs à 1 % que pendant 40 % du temps[1]. À l'évidence, la désintermédiation bancaire a facilité le financement des États mais à un coût qui est loin d'être négligeable.

La forte croissance économique mondiale et les abondantes liquidités disponibles sur les marchés financiers entre la fin des années 1990 et 2007 ont contribué à comprimer les taux d'intérêt et les *spreads* de taux, ce qui a largement profité aux pays émergents asiatiques et latino-américains, ainsi qu'aux États européens périphériques (Sud et Est de l'Europe). Dans le même temps, entre 1999 et 2007, les deux agences de notation Standard & Poor's et Moody's ont procédé à de nombreuses augmentations de notes[2]. À la veille de la crise des *subprimes*, aussi bien les investisseurs que les agences de notation tendent donc à considérer que le risque d'un défaut de paiement d'un État industrialisé ou émergent est très faible.

Des dettes publiques qui atteignent des sommets en temps de paix

La crise des *subprimes* qui éclate à l'été 2007 dégénère très rapidement en crise financière. La défiance qui règne sur le marché interbancaire dissuade les établissements de crédit de se prêter les uns aux autres. La Réserve fédérale américaine (Fed) ainsi que quelques autres banques centrales doivent intervenir en abaissant massivement les taux d'intérêt afin de prévenir un « *credit crunch* ». La Banque centrale européenne (BCE) sera plus attentiste, n'abaissant ses taux directeurs que dans la foulée de la faillite de la banque Lehman Brothers, le 8 octobre 2008.

Ces actions des banques centrales n'empêchent pas une récession mondiale. Les gouvernements des États industrialisés doivent même intervenir pour éviter une grave dépression. Aux États-Unis, le Trésor met les agences de crédit hypothécaire Freddie Mac et Fannie Mae sous tutelle et s'engage à leur apporter plusieurs centaines de milliards de dollars de capital si cela est nécessaire. La Fed et l'administration Bush nationalisent l'assureur AIG, menacé de faillite. Quelques mois plus tard, c'est la nouvelle administration Obama qui vole au secours des grands constructeurs automobiles General Motors, Ford et Chrysler. En Grande-Bretagne, quatre établissements de crédit sont nationalisés (Northern Rock, Bradford & Bingley, Royal Bank of Scotland et Lloyds Banking). Le gouvernement allemand décide quant à lui de nationaliser Commerzbank et Hypo Real Estate. En Espagne, ce sont plusieurs caisses d'épargne régionales qui obtiennent le soutien de l'État. Par ailleurs, divers plans de relance sont adoptés aux États-Unis, en Europe et au Japon fin 2008-début 2009 afin de soutenir la consommation et l'investissement[3].

Ces divers plans de relance, de sauvetage et de nationalisations vont grever les comptes publics. Ils

(1) Se reporter à Reinhart et Sbrancia (2011) pour une analyse détaillée.

(2) Les augmentations de notes souveraines décidées par Standard & Poor's et Moody's ont été respectivement deux et trois fois plus nombreuses que les abaissements de notes (Gaillard 2011).

(3) Le plan de relance adopté par le Congrès américain en février 2009 était de 787 milliards de dollars, soit plus de 5 % du PIB.

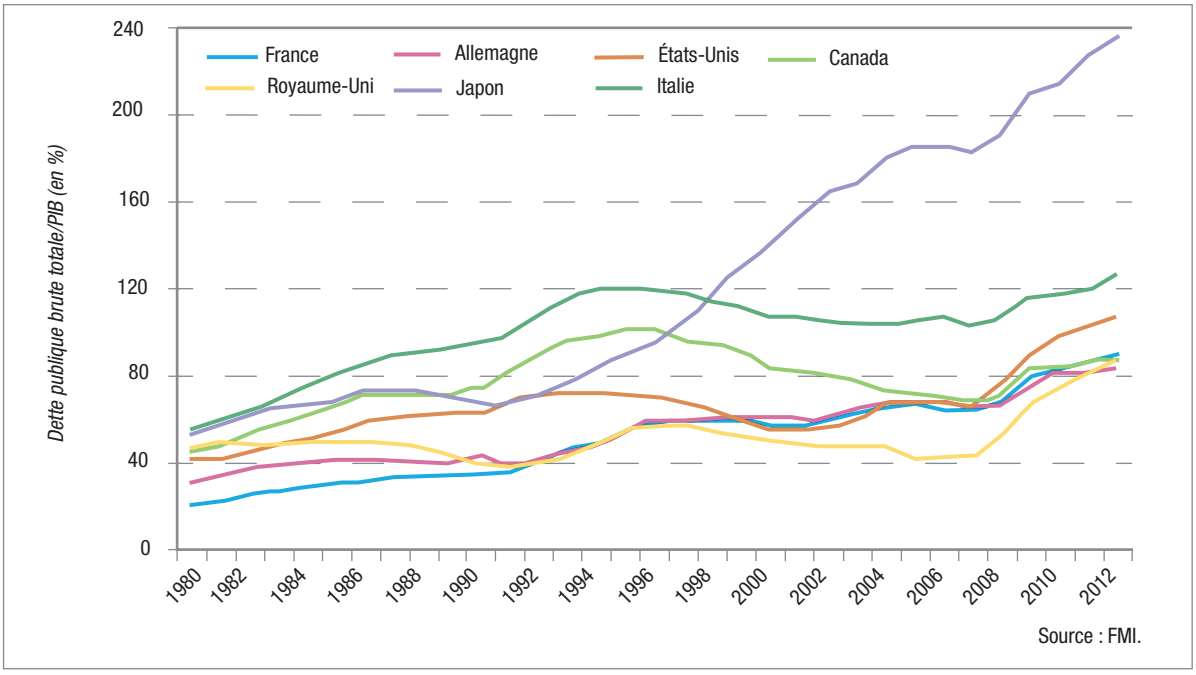
viennent amplifier les effets négatifs que les récessions ont traditionnellement sur les finances publiques, en réduisant les recettes fiscales (*via* la chute des recettes de TVA, de l'impôt sur les sociétés et de l'impôt sur le revenu) et en gonflant les dépenses sociales (à travers l'explosion des allocations chômage et des prestations de minima sociaux). En l'espace de quelques mois seulement, le risque de défaillance a été transféré des établissements de crédit et des entreprises vers les États : c'est le grand retour du risque souverain[4]. À partir de la fin 2009-début 2010, les gouvernements des pays d'Europe du Sud connaissent de plus en plus de difficultés pour se financer. En mai 2010, la Grèce doit bénéficier d'un plan d'aide du Fonds monétaire international (FMI) et de l'Union européenne (UE) pour rester solvable. Mais, le pays doit malgré tout se résoudre à restructurer sa dette en mars 2012. Les taux auxquels l'Espagne et l'Italie empruntent ne cessent d'augmenter entre 2010 et 2012. La création du Fonds européen de stabilité financière (FESF) en 2010 semble avoir un temps écarté le risque d'implosion de la zone euro, mais deux problèmes fondamentaux demeurent.

D'une part, les dettes publiques des États industrialisés sont devenues très, voire trop élevées (graphique 1) et la question de leur soutenabilité à court-moyen terme est désormais posée. D'autre part, les États développés sont de plus en plus tributaires des investisseurs étrangers. Par exemple, plus de 50 % de la dette publique des pays de la zone euro est désormais détenue par des non-résidents[5]. Cette situation contraste avec celle qui prévalait au début des années 1980 puisqu'à l'époque, l'essentiel de la dette était entre les mains des établissements de crédit domestiques et de la banque centrale nationale. Une telle dépendance est préoccupante dans le contexte actuel de gonflement inexorable des dettes publiques et de forte aversion au risque de la part des acteurs de marché. Les politiques économiques des pays industrialisés doivent donc de plus en plus être en adéquation avec les attentes des grands investisseurs internationaux. Mais paradoxalement, les gouvernements américain, européens et japonais ont été amenés à apporter des réponses différentes à ce double défi.

(4) Pour une analyse de l'imbrication des risques bancaire et souverain, se reporter à Merler et Pisani-Ferry (2012).

(5) Lire Andritzky (2012).

Graphique 1. **Évolution du ratio dette publique brute totale/PIB pour les pays du G7**



Différentes options pour juguler la crise

Après les politiques de relance de 2008-2009, les gouvernements des pays industrialisés ont pris diverses initiatives pour ne pas tomber en défaut de paiement. Certaines dispositions ont eu pour objectif de neutraliser la spéculation contre les dettes d'État. D'autres mesures se sont focalisées sur la réduction des dépenses publiques et du déficit budgétaire. Enfin, certains pays ont plutôt privilégié la répression financière et les politiques monétaires accommodantes pour assurer le financement de l'État et injecter des liquidités dans les marchés.

La lutte contre la spéculation

La lutte contre la spéculation financière a été clairement une priorité des dirigeants européens. Deux mesures méritent une attention particulière : l'interdiction des CDS (*Credit Default Swaps*) à nu sur les obligations souveraines[6] et l'encadrement des notations souveraines.

En novembre 2011, le Parlement européen s'est prononcé en faveur de l'interdiction des CDS à nu sur les dettes souveraines des États européens. Cette nouvelle réglementation, entrée en vigueur en novembre 2012, empêche désormais un investisseur d'acheter des CDS souverains s'il ne détient pas lui-même les obligations émises par l'État en question. Cette mesure est louable dans son principe car elle cible spécifiquement les investisseurs qui spéculent contre des États en difficulté. Elle présente pourtant trois faiblesses. D'abord, l'interdiction ne s'applique pas aux « teneurs de marché » ; or, ceux-ci réalisent l'essentiel des transactions sur le marché des CDS. Ensuite, seuls les CDS souverains sont visés. Cette restriction est regrettable car des fonds peuvent spéculer indirectement contre un État en intervenant sur le marché des CDS bancaires à nu. Enfin, le règlement n'a qu'une portée européenne : il faut donc craindre que le marché de la vente à nu des CDS souverains ne se délocalise aux États-Unis ou en Asie.

Quelques mois plus tard, en janvier 2013, le Parlement européen vote une résolution législative destinée à encadrer les agences de notation. Plusieurs dispositions concernent exclusivement les notations souveraines, telles que l'obligation pour les agences d'établir à l'avance un calendrier des notations souveraines[7] et de respecter des règles plus strictes en matière de transparence et de « non-ingérence » dans les politiques économiques des États. En imposant aux agences de publier leurs notations souveraines à des dates prédéterminées, les législateurs européens veulent éviter que des dégradations de notes n'amplifient la volatilité sur les marchés et ne compliquent le financement des États. Mais les effets de cette disposition sont incertains. Il y a un risque de forte volatilité durant les séances précédant les publications des notes souveraines. Par ailleurs, cette mesure crée une distorsion dans le processus de notation d'une agence. En effet, les notations souveraines ne refléteront fidèlement le risque de crédit de l'émetteur en question que quelques jours par an, à l'occasion des publications des notes.

Ces différentes mesures prises pour remettre au pas les spéculateurs ne règlent toutefois pas le problème de fond de l'endettement public. La restructuration de la dette publique grecque a été perçue comme un échec aussi bien par les dirigeants politiques européens que par les investisseurs[8] car tous considéraient que le défaut de paiement ne pouvait être une option pour réduire la dette publique d'un État. Les solutions envisagées pour enrayer la hausse vertigineuse de l'endettement public sont par conséquent très limitées.

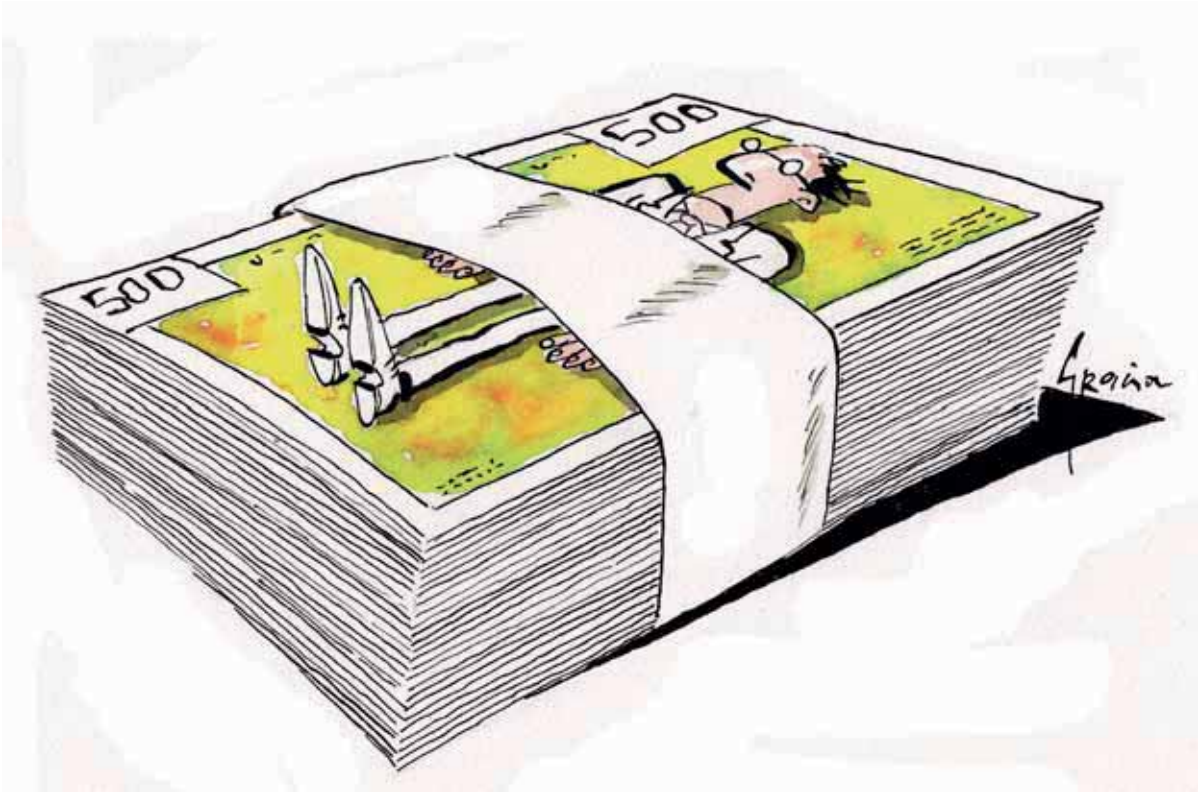
Les politiques d'austérité

La crise financière qui balaie la zone euro durant les premiers mois de 2010 fait prendre conscience aux dirigeants politiques européens que les nationalisations et les mesures de relance de l'économie de 2008-2009 ont certes contenu le risque systémique et évité une dépression mondiale mais qu'elles sont inopérantes face au risque d'insolvabilité souveraine. À partir du printemps 2010, plusieurs États se lancent dans des politiques d'austérité censées restaurer leur crédibilité sur les marchés et leur permettre d'emprunter à des taux raisonnables. Certains gouvernements suivent cette voie contraints et forcés : c'est le cas de la Grèce, mais aussi du Portugal, de l'Espagne et de l'Italie (sous l'égide de Mario Monti à partir de novembre 2011). D'autres pays, comme le Royaume-Uni du Premier ministre David Cameron, font ce choix délibérément, par conviction politique.

(6) Les CDS s'apparentent à des contrats d'assurance qui permettent de se couvrir contre le risque de non-remboursement de la dette émise par un État, une entreprise ou une banque.

(7) Pour chaque année, trois dates de publication seraient prévues. Les agences seraient libres de les fixer.

(8) Les « *haircuts* » imposés aux détenteurs d'obligations grecques se sont échelonnés entre 58,5 % et 81,5 % (Moody's, 2012).



Ces mesures d'austérité ont pris plusieurs formes. Les gouvernements ont d'une part cherché à accroître leurs recettes par des hausses de TVA, de l'impôt sur les sociétés et de l'impôt sur le revenu, des plans de privatisations et un renforcement de la lutte contre la fraude et l'évasion fiscales. Mais les efforts se sont principalement concentrés sur les coupes dans les dépenses publiques. On a ainsi assisté, selon les pays, à un gel, voire à une réduction des salaires des fonctionnaires, à une diminution des retraites, à des coupes dans divers ministères (culture, santé, défense, infrastructures publiques, etc.), à une baisse des dotations des collectivités locales et à un relèvement de l'âge de départ à la retraite.

Ces politiques d'austérité, très impopulaires et fortement critiquées par les économistes d'obédience keynésienne[9], ont montré la détermination des gouvernements à stopper la spirale d'endettement et ont peut-être évité un éclatement de la zone euro. Malheureusement, elles s'avèrent insuffisantes pour réduire substantiellement les déficits budgétaires et inverser *in fine* la courbe ascendante de la dette publique. En effet, comme l'a récemment reconnu le FMI[10], cette rigueur budgétaire intervient en pleine récession et déprime encore plus l'activité économique. Cet échec relatif des plans d'austérité tend à donner raison aux partisans de la répression financière.

La répression financière

Les économistes considèrent qu'il y a répression financière lorsqu'un État prend des mesures destinées à orienter à son profit exclusif des fonds qui, en l'absence de réglementation du marché, auraient bénéficié aux autres acteurs économiques, tels que les ménages ou les entreprises.

Les États-Unis vont très tôt se lancer dans ce type de politique. Celle-ci se concrétise avec la politique d'assouplissement quantitatif (« *quantitative easing* » ou QE) décidée par la banque centrale américaine en mars 2009. La Fed annonce alors qu'elle va acheter jusqu'à 300 milliards de dollars de bons du Trésor américain au cours des six mois à venir. Le QE1 est lancé. Deux autres assouplissements quantitatifs suivront en novembre 2010 et septembre 2012. Entre

(9) Lire par exemple Krugman (2012).

(10) Se reporter à Blanchard et Leigh (2013).

le 1er janvier 2009 et le 1er octobre 2012, le montant des bons du Trésor détenus par la Fed passe ainsi de 592 milliards à 1 666 milliards de dollars. Comme le souhaitaient les autorités américaines, les taux à 10 ans sur le marché secondaire baissent progressivement : de près de 4 % au lendemain de la banqueroute de Lehman Brothers, ils glissent sous les 1,8 % en avril 2013. La Banque d'Angleterre a suivi la voie tracée par sa consœur américaine et a acheté pour 375 milliards de livres d'obligations d'État britanniques sur la période 2009-2012. Dans le même temps, les taux d'intérêt britanniques à 10 ans passent de 3 % à 1,7 %. Compte tenu des PIB respectifs des deux pays et du fait que le montant des titres souverains nationaux détenus par la Banque d'Angleterre ne dépassaient pas 3 milliards de livres au début de la crise des *subprimes* mi-2007 (contre 780 milliards de dollars de bons du Trésor déjà dans le bilan de la Fed), c'est la politique monétaire britannique qui s'avère la plus expansionniste depuis six ans.

La BCE, elle, a eu une approche différente. Dans la foulée de l'aide apportée à la Grèce en mai 2010, elle a lancé le *Securities Market Programme* (SMP). Ce programme a consisté à acheter des titres souverains d'États en difficulté (Grèce, Irlande, Espagne et Italie). Seulement, à la différence des QE américains et britanniques, les rachats de la BCE font l'objet d'une stérilisation, c'est-à-dire que les établissements qui cèdent leurs titres doivent en contrepartie déposer leurs liquidités sur un compte à terme à la BCE. En septembre 2012, la BCE a fait évoluer sa politique monétaire en annonçant que les rachats de dette pourraient être illimités (c'est l'*Outright Monetary Transactions*, OMT) mais cette « aide » est conditionnée à la mise en place, par l'État bénéficiaire, de mesures drastiques de retour à l'équilibre budgétaire.

Les politiques monétaires accommodantes de la Fed, de la Banque d'Angleterre et de la BCE ont permis de comprimer les taux d'intérêt et de faciliter le financement des États, écartant le spectre d'un défaut souverain. Dans le cas européen, les rachats de dette de la BCE ont également contribué à réduire la dépendance des États d'Europe du Sud à l'égard des investisseurs étrangers puisque la part des dettes publiques grecque, espagnole, irlandaise, italienne et portugaise détenue par les non-résidents a chuté entre 2008 et 2012. Néanmoins, la faible inflation de part et d'autre de l'Atlantique n'a pas permis de réduire les dettes publiques(11). Les autres formes que peut prendre la répression financière (augmentation des avoirs obligatoires en titres publics, contrôle des mouvements de capitaux, taxes sur les transactions financières, plafonnement des taux d'intérêt) présentent les mêmes failles : elles réduisent le risque de liquidité et de solvabilité sans pour autant amorcer une spirale de désendettement et relancer la croissance économique. Ces insuffisances expliquent les dégradations de notes qui ont touché la grande majorité des pays de la zone euro depuis 2007 (tableau 1).

Quelles sont les solutions crédibles ?

La crise de 2008 a obligé les États occidentaux et leurs banques centrales à intervenir massivement sur les marchés financiers à travers diverses mesures de répression financière, telles que les politiques monétaires non conventionnelles. Ces interventions ont écrasé les taux d'intérêt, qui reflètent désormais plus les rapports de force entre grandes puissances économiques que la loi de l'offre et de la demande. Les distorsions créées sont hors du commun, aussi bien par leur ampleur

(11) Si les États-Unis ont réussi à se désendetter considérablement entre 1946 et 1951, c'est en prenant des mesures de répression financière et en relançant l'inflation (voir FMI 2012, chapitre 3).

Tableau 1. **Pourcentage des pays de la zone euro « *upgradés* » et dégradés, 2007-2012.**

	Augmentations de notes			Abaissements de notes		
	Fitch	Moody's	S & P	Fitch	Moody's	S & P
2007	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2008	0,0	13,3	6,7	0,0	0,0	0,0
2009	0,0	0,0	0,0	12,5	12,5	31,3
2010	0,0	0,0	0,0	25,0	25,0	31,3
2011	5,9	0,0	5,9	35,3	52,9	47,1
2012	5,9	0,0	5,9	35,3	52,9	58,8

Notes : le tableau se lit de la façon suivante : en 2009, 12,5 % des États de la zone euro ont été dégradés par Fitch. Pour Chypre, Malte, la Slovaquie et l'Estonie, la période prise en compte débute à leur date d'entrée dans la zone euro.

Sources : calculs de l'auteur d'après les notations de Fitch, Moody's et S & P.

que par leur durée. Malgré la persistance inquiétante du risque souverain en zone euro[12] et en dépit de l'accroissement de leurs dettes publiques, la France et l'Allemagne empruntent à des taux de plus en plus bas (graphique 2). Depuis 2012, ces deux pays parviennent même à se refinancer à court terme à des taux négatifs !

Si les États industrialisés sont parvenus à assurer leur financement en tordant le bras aux marchés financiers, ils ont en revanche échoué sur plusieurs points.

– Le chômage ne cesse de grimper : il a franchi le seuil des 25 % de la population active en Espagne et en Grèce et a atteint un record historique en France. La baisse enregistrée aux États-Unis depuis la mi-2012 est quant à elle trompeuse car le taux de participation des actifs au marché du travail est à son plus bas depuis 1979.

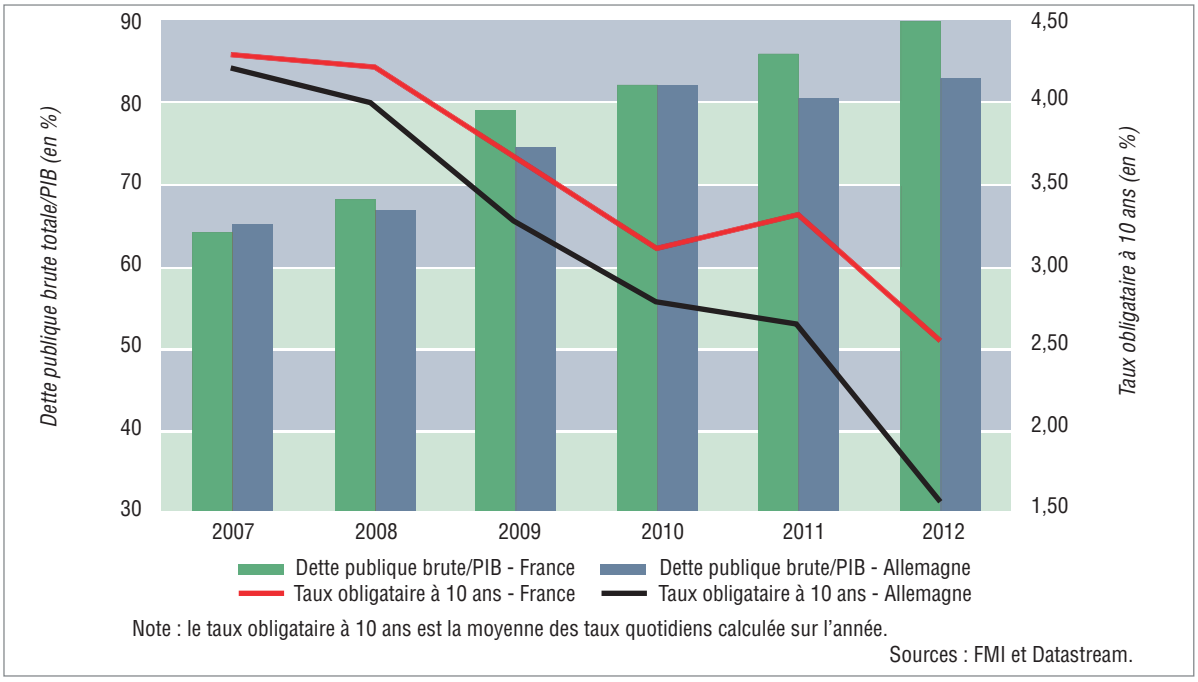
– Les politiques d'austérité provoquent des tensions politiques graves dans les pays d'Europe du Sud, au point que l'on peut s'interroger sur la pérennité de la zone euro telle qu'elle existe actuellement.

– Quoique non génératrices d'inflation, les mesures d'assouplissement quantitatif américaines et britanniques ont abouti à la constitution de bulles sur certaines classes d'actifs (telles que le marché des actions et l'immobilier) qui n'ont profité qu'aux 10 % de la population les plus riches. Elles n'ont pas non plus permis de financer, comme le voudrait la théorie keynésienne, les secteurs de l'économie les plus productifs et les plus créateurs d'emplois. Enfin, faute de reprise de l'inflation, les QE se sont révélés jusqu'ici insuffisants pour réduire les dettes publiques des pays industrialisés.

Six ans après le début de la débâcle des *subprimes*, la sortie de crise semble encore lointaine. Le débat féroce qui oppose les partisans de l'austérité à ceux de la relance doit être dépassé. Les coupes budgétaires aveugles censées ramener le déficit budgétaire à 3 % du PIB aussi rapidement que possible sont stériles. Il importe plutôt que certains États européens, comme la France, profitent de la politique accommodante de la BCE pour réformer en profondeur leur marché du travail, leur système de financement des retraites et leur système fiscal, qui doit favoriser les actifs et les créateurs de richesse au détriment des rentiers. Ce sont les conditions *sine qua non* pour regagner en compétitivité à moyen-long terme. Dans le même temps, dès lors que les dirigeants occidentaux refusent par principe toute restructuration de dette souveraine, il

(12) Rappelons que l'Allemagne et la France sont les deux principaux contributeurs au Mécanisme européen de stabilité (MES), dont la mission est de lever des fonds sur les marchés financiers (pour un montant pouvant aller jusqu'à 700 milliards d'euros) afin de venir en aide à des États européens en difficulté et de participer à des sauvetages de banques.

Graphique 2. **Ratio dette publique brute/PIB et taux à 10 ans pour l'Allemagne et la France**



Note : le taux obligataire à 10 ans est la moyenne des taux quotidiens calculée sur l'année.

Sources : FMI et Datastream.

est très difficile d'engager un désendettement durable sans un minimum d'inflation. Le lancement par Pimco, en avril 2013, du fonds Pimco GIS Inflation Strategy Fund destiné aux investisseurs qui souhaitent protéger leur portefeuille contre les risques d'inflation mondiale, est d'ailleurs de nature à accréditer l'hypothèse d'un retour des pressions inflationnistes. Mais un tel scenario pourrait s'apparenter à une fuite en avant et préfigurer une « guerre des monnaies ». De ce point de vue, le récent changement de politique monétaire de la Banque du Japon (pays dont le ratio dette publique totale sur PIB est le plus élevé au monde) est préoccupant, en particulier pour les États de la zone euro qui ont peu de marge de manœuvre en matière monétaire.

Cette perspective montre à quel point les rapports de force entre les États industrialisés et les marchés financiers ont changé depuis le retour de la répression financière en 2008-2009. Jusqu'alors, les émetteurs souverains se finançaient aisément sur les marchés ; les investisseurs obtenaient des rendements non négligeables pour un risque de défaut quasi nul. La dépendance des gouvernements européens et nord-américains à l'égard des investisseurs étrangers était largement « voulue » : il ne tenait qu'aux dirigeants politiques de s'émanciper des marchés en réduisant le ratio de dette publique/PIB, comme ont su le faire le Danemark et la Suède dans les années 1990-2000. Depuis cinq ans, les données du problème se sont inversées. Les États notés double-A ou triple-A parviennent à se refinancer à des taux anormalement bas grâce à des mesures de répression financière. Les autres États, tels que ceux d'Europe du Sud, ont perdu la confiance des marchés et seules les interventions de la BCE les ont sauvés du défaut de paiement. Dans un cas comme dans l'autre, les politiques monétaires et macro-prudentielles non-conventionnelles appliquées ne sont que les réactions aux nombreuses années de connivence entre États et investisseurs qui ont abouti à un endettement public et privé démesuré.

BIBLIOGRAPHIE

- **Andritzky J.** (2012), « Government Bonds and Their Investors : What Are the Facts and Do They Matter ? », *FMI Working Paper* n°12/158.
- **Blanchard O. et Leigh D.** (2013), « Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers », *FMI Working Paper* n° 13/1.
- **FMI** (2012), *World Economic Outlook*, octobre.
- **Gaillard N.** (2011), *A Century of Sovereign Ratings,* Springer-Verlag New York Inc.
- **Krugman P.** (2012), *End this Depression Now !*, W. W. Norton & Cy.
- **Merler S. et Pisani-Ferry J.** (2012), « Who's Afraid of Sovereign Bonds ? », *Bruegel Policy Contribution*, Issue 2012/02.
- **Moody's Investors Service** (2012), « Sovereign Default and Recovery Rates, 1983-2012H1 », 30 juillet.
- **Reinhart C. et Sbrancia M.B.** (2011), « The Liquidation of Government Debt », *NBER Working Paper* n° 16 893.

ÉTATS-UNIS, EUROPE : UN TOUR D'HORIZON DES RÉFORMES BANCAIRES ET FINANCIÈRES

Yves Jégourel
Maîtres de conférences
Université Montesquieu Bordeaux IV

Dans la foulée de la crise mondiale, reliée dans le monde académique comme au sein des institutions internationales à l'essor de la finance de marché, les principaux pays développés ont engagé des réformes du secteur bancaire et plus généralement du système financier. Que ce soit aux États-Unis, au Royaume-Uni ou dans l'Union européenne, les mesures, dont Yves Jégourel présente ici les grandes lignes, ont pour objectif de mieux contrôler les activités sources de risques et d'instabilité. Elles portent essentiellement sur l'encadrement des produits dérivés, la segmentation des activités bancaires, la réglementation du système bancaire « de l'ombre » et la coopération fiscale.

C. F.

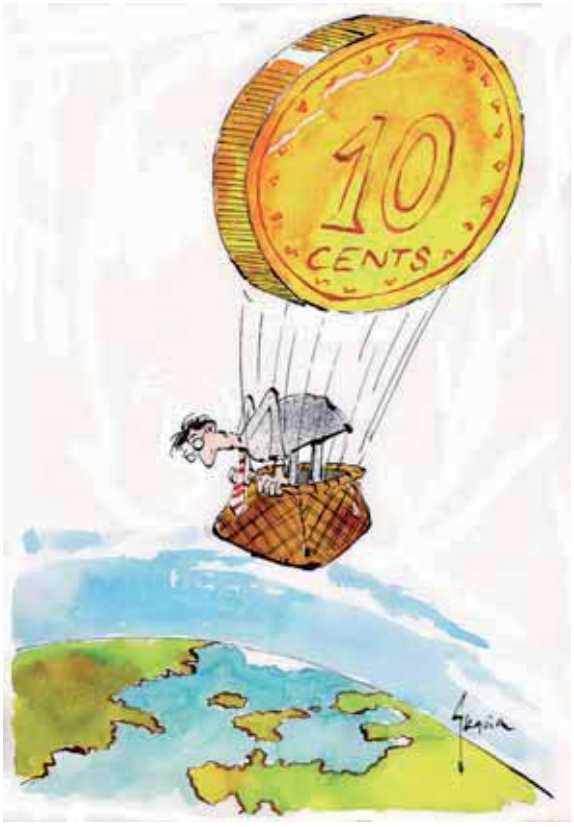
Pourra-t-on, un jour, durablement réformer la finance internationale ? Crise après crise, cette question se répète. Depuis le milieu du XVII[e] siècle, l'histoire économique mondiale est jalonnée par des épisodes d'envolée boursière, voire d'euphories spéculatives. Actions, obligations, matières premières, foncier, immobilier : la spéculation n'exclut aucun support. Nécessaire lorsqu'elle offre aux marchés financiers la liquidité indispensable à leur bon fonctionnement, elle conduit également bien souvent la sphère bancaire et financière à connaître des crises majeures, dont la sévérité peut être telle qu'elles ébranlent durablement l'économie réelle. De ces crises naissent inévitablement des projets de réforme, qui, en dépit de leurs ambitions initiales, restent souvent lettre morte, n'empêchant guère la survenance d'une nouvelle crise. La crise des *subprimes* de 2007, puis le séisme planétaire créé par la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008 n'échappent pas à la règle, poussant les *leaders* politiques du monde entier à jeter, une nouvelle fois, les bases d'une restructuration de la sphère financière. François Hollande, alors candidat à l'élection présidentielle en France, n'avait-il pas ainsi affirmé en janvier 2012 que le monde de la finance était son adversaire ?

Que peut-on attendre des différents projets de réforme qui se font jour de par le monde ? Derrière la force de l'affirmation politique, doit-on espérer que la maîtrise des dysfonctionnements de la finance est désormais engagée, ou se convaincre que rien ne changera fondamentalement ? Bien que d'importantes divergences de vues subsistent entre nations, et s'il est aujourd'hui encore trop tôt pour répondre de façon catégorique à cette question, force est de reconnaître que les initiatives menées sont de taille et qu'il n'est pas impossible qu'elles changent durablement la physionomie du monde bancaire et financier. Du *Dodd-Frank Act*, engagé aux États-Unis par l'administration Obama en juillet 2010 à la réforme Vickers au Royaume-Uni en passant par le projet récent de réforme bancaire français, l'esprit demeure identique : contrôler les activités financières les plus risquées, notamment celles des banques, et éviter que l'argent des contribuables ne viennent alimenter, une fois encore, le sauvetage du système économique et financier, en cas de nouvelle crise.

Une taxation des opérations boursières en Europe

Mesure emblématique des projets de réforme du système monétaire international, la taxation des transactions financières ou « taxe Tobin »[1] fut longtemps réputée infaisable (Jégourel, 2013). Devant être instaurée sur une base multilatérale pour éviter les effets de contournement et ne pas subir une évasion fiscale trop importante au travers d'instruments financiers non taxés, cette mesure semblait en effet condamnée, tant au regard de considérations politiques que d'éléments techniques. Faisant fi de ces différents obstacles et de l'opposition marquée du secteur bancaire et financier, la France décida pourtant de l'instaurer, sous l'action cumulée des présidences de Nicolas Sarkozy et de François Hollande. Contre toute attente, l'effet d'entraînement escompté eut lieu, conduisant onze pays européens à se prononcer en faveur d'une telle mesure et créant ainsi les conditions pour que la Commission européenne lance, fin 2012, le chantier d'une fiscalité boursière commune aux vingt-sept pays membres. La réforme demeure européenne et limitée : les principales places financières, qu'il s'agisse de Londres, Chicago, ou New York ne l'appliquent pas, et il est peu probable qu'elles le fassent un jour.

Qu'attendre de cette taxe ? L'instauration d'une telle mesure est assurément un succès politique de grande ampleur. Il n'est en revanche pas certain qu'elle soit à la hauteur des enjeux de la réforme de la finance internationale, tant celle-ci impose des mesures complexes. Au-delà de la question largement débattue de son efficacité intrinsèque et de ses possibles effets pervers, l'assiette fiscale de cette mesure reste bornée aux produits échangés en bourse, qu'il s'agisse d'actions, d'obligations ou de produits dérivés, et non aux produits « hors bourse » dits « *over-the-counter* » (OTC) ou de gré à gré (cf. *infra*). Or, ce sont ces produits qui peuvent créer une très forte instabilité financière internationale. Par nature peu ou pas réglementés, les marchés OTC sur lesquels ils sont échangés contribuèrent largement au développement de la crise financière et de celle des dettes souveraines, au travers des *Credit Default Swaps* (CDS), produits dérivés permettant tout autant de se protéger contre le risque de défaut d'un émetteur obligataire que de réaliser un pari spéculatif. C'est évidemment la raison pour laquelle le régulateur s'est attaché à mieux encadrer l'échange de tels instruments, au travers de l'obligation de « compensation » des produits dérivés



négociés de gré à gré. À la différence de la taxe Tobin, certaines réformes, presque inconnues du grand public, constituent une révolution dans le fonctionnement des marchés financiers : celle-ci en fait partie.

Une obligation de compensation des produits dérivés négociés de gré à gré

Les produits financiers, et notamment les produits dérivés[2], peuvent être échangés selon deux procédures : sur des marchés dits « organisés » qui imposent l'existence d'une chambre de compensation, subrogeant de plein droit acheteurs et vendeurs et portant ainsi l'intégralité du risque de contrepartie, et sur des marchés dits de « gré à gré » ou « *over-the-counter* » (OTC) lorsque les échanges de titres se font directement entre acteurs financiers. Dans ce dernier cas, en l'absence de compensation centrale, tout opérateur supporte intégralement le risque de défaillance de sa contrepartie, pouvant ainsi créer un risque systémique, où la faillite d'une institution financière ou bancaire entraîne à sa

(1) Du nom du prix Nobel qui la proposa initialement.

(2) Voir Jégourel (2012).

suite celle des autres agents présents sur le marché. Cette question ne serait pas fondamentale si cette procédure n'était pas aussi répandue. Or, la taille de ces marchés OTC est près de dix fois supérieure à celle des marchés organisés, après la forte croissance de leurs encours, presque exponentielle pour certains d'entre eux, dans les années 2000. Fin 2007, l'encours des CDS culminait ainsi à près de 60 000 milliards de dollars, soit l'équivalent de la totalité des actifs détenus à cette époque par l'ensemble des banques dans le monde. C'est une des raisons pour laquelle ce marché fut, après la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008, la caisse de résonance mondiale de la crise qui débuta en 2007 avec la faillite des organismes de crédit hypothécaire américains. Il paraît dès lors légitime de vouloir les contrôler.

Voulant rompre avec l'opacité qui les caractérise et mesurer leurs encours, le G20 a ainsi souhaité que les produits négociés en OTC fassent à leur tour l'objet d'une compensation centrale. Les échanges ne se feraient donc plus directement entre acheteurs et vendeurs, mais nécessiteraient systématiquement l'intervention d'un intermédiaire : la chambre de compensation, devenant la seule contrepartie de ces derniers. Dans une telle configuration, le risque de contrepartie est porté par la seule chambre de compensation centrale qui impose aux deux contreparties à l'échange le versement d'un dépôt de garantie. En cas de pertes latentes pour l'une ou l'autre des contreparties, celles-ci sont automatiquement reportées sur cette mise de fond qui devra être reconstituée, dès lors qu'elles tombent en dessous d'un certain seuil. À la différence d'un marché OTC non compensé, les pertes ne peuvent en conséquent être supérieures aux avoirs détenus par les intervenants : le risque de contrepartie s'en trouve réduit et avec lui, le risque systémique. La réforme est cruciale et l'ESMA, autorité européenne de régulation des marchés financiers, s'est donnée jusqu'à l'été 2014 pour y parvenir, au travers du règlement dit « Emir ». Aux États-Unis, celle-ci est également inscrite dans le cadre du *Dodd-Frank Act*. Elle peine pourtant à être mise en œuvre : en septembre 2012, seulement 10 % des CDS faisaient l'objet d'une compensation.

Une plus grande segmentation des activités bancaires et un meilleur contrôle du « *shadow banking* »

La deuxième réforme d'importance dépasse le cadre des marchés de produits dérivés pour s'intéresser à la structure même des organismes bancaires avec, en toile de fond, une question fondamentale : les activités spéculatives des banques peuvent-elles à elles seules menacer l'équilibre de l'ensemble du système bancaire ? À cette question, les pouvoirs politiques américains ont répondu négativement, au travers de la règle dite « Volcker »[3] qui ambitionne d'interdire aux banques américaines de spéculer sur les marchés financiers pour leur propre compte. Sa mise en œuvre est cependant complexe : devant initialement être instaurée fin 2012, cette règle, plusieurs fois reportée depuis et ne devant pas être instaurée avant l'été 2014, illustre avec force, non seulement la difficulté des pouvoirs publics à contrôler un secteur épris de liberté depuis la mise en œuvre des politiques de déréglementation financière des années 1970, mais également l'extraordinaire complexité d'un tel projet : au-delà de la volonté politique de séparer le bon grain de l'ivraie, il est en effet difficile de distinguer opérations de couverture et de spéculation ou d'identifier ce qui relève d'une stricte activité pour compte propre et activité pour compte de tiers : nombre de produits bancaires offerts à la sphère réelle, et donc jugés « utiles » à l'activité économique intègrent en effet des instruments de marché pouvant, sous certaines conditions, être utilisés à des fins spéculatives. Plusieurs établissements de crédit, guère enclins à promouvoir une telle mesure, n'hésitent en outre pas à rappeler que le problème est ailleurs : certaines institutions financières ayant fait faillite étaient spécialisées dans le financement de l'économie et non, au sens strict, dans des activités spéculatives (cf. tableau).

L'Europe s'est également engagée dans cette voie, visant à limiter les opérations spéculatives des banques : la Commission européenne devrait ainsi présenter un projet sur cette question au cours de l'été 2013, mais elle se heurte aux mêmes difficultés techniques que les régulateurs américains. La France, tout comme le Royaume-Uni et l'Allemagne, s'inscrit dans cette démarche, en devançant une éventuelle directive européenne sur ce sujet. Débattu à l'Assemblée nationale, le projet de réforme bancaire français vise, en particulier, non à interdire, mais à isoler, au sein de filiales dédiées, les activités les plus spéculatives des banques, mais également à limiter celles portant sur les matières premières agricoles ou ayant trait au *trading* à haute fréquence. À l'origine largement décriée par le secteur bancaire qui y voyait là une remise en cause du système de banque universelle dans lequel les activités d'investissement et

(3) Du nom de l'ancien gouverneur de la Réserve fédérale américaine de 1979 à 1987.

Intitulé de la loi	*Dodd-Franck Wall Street reform and consumer protection act*	*Foreign account compliance tax act*	Réforme Vickers	Loi de réforme bancaire	Directive Emir	Bale III
Pays d'application	États-Unis	États-Unis	Royaume-Uni	France	Europe	Europe
Thème	Réforme de la sphère bancaire : accroissement de la réglementation, séparation des activités spéculatives (règle Volcker), compensation des produits dérivés OTC…	Lutte contre les paradis fiscaux	Réforme de la sphère bancaire	Réforme de la sphère bancaire Lutte contre les paradis fiscaux	Compensation des produits dérivés OTC	Amélioration de la réglementation prudentielle
Date	**2010**	**2010**	**2013**	**2013**	**2012**	**2010**

de marché ne sont pas séparées de la banque dite « de détail », cette loi ne devrait pas modifier sensiblement le paysage bancaire français. Comme le reconnaissait Frédéric Oudéa, président de la Société générale, seulement 0,75 % à 1,5 % du revenu net bancaire devrait être en effet concerné par cette mesure[4].

Ces interrogations, françaises mais également britanniques ou allemandes, sur la structuration optimale du monde bancaire s'inscrivent dans une réflexion européenne avec, pour toile de fond, la volonté affichée de parvenir à une union bancaire à l'échelle des 27. Au-delà de la question largement débattue de la réforme de la réglementation prudentielle de Bâle III, celle-ci aurait pour avantage d'instituer une supervision bancaire supranationale ainsi que des règles communes en cas de faillite d'un établissement de crédit. La route demeure cependant longue, comme en témoignent les désaccords dans ce domaine entre la France et l'Allemagne notamment.

Les pouvoirs publics ont également pris conscience que le risque systémique pouvait ne pas se limiter au secteur bancaire mais se concentrer à sa périphérie, dans une zone plus opaque, appelée « *shadow banking* » ou système bancaire de l'ombre[5]. Christine Lagarde, directrice générale du Fonds monétaire international (FMI) déclarait ainsi, en avril 2013, devant l'*Economic Club of New York*, que « le système bancaire parallèle continue d'occuper un espace suspect vers lequel les risques semblent graviter ». Ce système regroupe toutes les institutions effectuant, à l'instar d'une banque traditionnelle, une activité dite de transformation d'échéance, c'est-à-dire se finançant à court terme afin, en théorie, de prêter ou de financer à long terme d'autres acteurs de la sphère économique ou financière, mais n'étant pas assujetti aux mêmes règles, notamment prudentielles, que le secteur bancaire. N'ayant en particulier pas l'obligation de contracter l'assurance des dépôts, le *shadow banking* joue un rôle ambigu dans le système économique puisqu'il contribue à son financement, tout en le fragilisant. Les organismes de titrisation en sont un bon exemple : ils furent à la fois le point de départ de la crise des *subprimes* et un mode de financement intéressant tant pour le monde bancaire que pour les entreprises, pleinement légitime d'un point de vue juridique, en droit français notamment.

Une coopération fiscale accrue

La volonté des pouvoirs publics d'accroître la transparence des secteurs bancaire et financier n'a pas pour seule ambition de limiter le risque d'occurrence d'une nouvelle crise financière : elle vise, dans un contexte de crise des financements publics et d'une forte demande citoyenne en faveur d'une plus grande équité, à limiter l'évasion fiscale, estimée à 1 000 milliards d'euros par an, *via* des places *offshore*, tant pour les particuliers fortunés que pour les entreprises. Il s'agit, en particulier, non de supprimer la compétition fiscale, mais de lutter contre le « secret bancaire », c'est-à-dire de limiter les comportements non coopératifs entre administrations fiscales dès

(4) Déclaration devant l'Assemblée nationale le 30 janvier 2013. Voir notamment sur ce sujet : Vittori J.-M. (2013), « Le coup génial de la réforme bancaire, *Les Échos*, 26 mars.

(5) Sur le *shadow banking*, voir dans ce même numéro l'article d'Esther Jeffers et Dominique Plihon, p. 50.

lors qu'un résident tenterait de se soustraire à l'impôt auquel il est naturellement assujetti. Cette volonté ne date pas de la dernière crise financière, puisqu'en 2005, une directive européenne a institué un échange automatique d'informations entre les membres de l'Union européenne sur l'épargne des non-résidents afin de lutter contre la fraude fiscale. Les efforts se sont pourtant très récemment intensifiés : le Luxembourg, qui avait jusqu'alors refusé d'entrer dans ce dispositif, s'est récemment déclaré favorable à cette coopération fiscale pour les personnes physiques, poussant l'Autriche à lever une partie du secret bancaire pour les non-résidents, mais non pour ses citoyens. En France, dans un contexte où la question de l'évasion fiscale est particulièrement brûlante depuis le scandale « Cahuzac », l'idée que les banques françaises ont une obligation de transparence non seulement sur l'existence de leurs filiales à l'étranger – notamment sur les places financières *offshore* – mais également sur la nature précise des activités menées est en discussion dans le cadre de la loi de réforme bancaire. La Suisse, qui accepte de répondre à des enquêtes fiscales provenant de pays étrangers, a choisi de préserver le secret bancaire, mais assoupli sa position devant les pressions internationales. Un accord d'échanges d'informations fiscales a ainsi été trouvé avec les États-Unis, très actifs dans ce domaine depuis le vote du *Foreign account compliance tax act* (FACTA), voté en 2010 et dont la mise en application définitive est prévue pour 2014. De ce point de vue, les progrès sont patents, conduisant Daniel Lebègue, président de l'ONG *Transparency international* en France, à déclarer, le 15 avril dernier, que davantage de progrès avaient été faits dans la lutte contre les paradis fiscaux en une semaine qu'en vingt ans. Bien que de nombreuses places *offshore* subsistent, la dynamique est en réalité mondiale : sous l'impulsion des États-Unis, de la France et de l'Allemagne, la question de la coopération fiscale est en effet à l'agenda de la conférence du G20 de Washington d'avril 2013. La plupart des pays asiatiques, nouveau centre de gravité de l'évasion fiscale, demeurent cependant réticents à l'égard de ces ces échanges d'informations.

l l l

Accroissement de la transparence des marchés financiers, contrôle des activités bancaires et réduction du risque systémique : tels sont les maîtres mots des différents projets de réforme bancaire et financière engagés aujourd'hui, afin qu'une crise telle que celle de 2008 ne se reproduise plus. Au-delà des engagements politiques répétés, verront-ils cependant le jour ? Certains oui, d'autres non, si l'on se réfère à la longue histoire des ambitions de régulation du système financier. Déjà, le FMI s'est inquiété, par la voix de sa directrice générale, de la lenteur des progrès enregistrés dans la réglementation financière(6).

La question de la réforme de la finance internationale ne peut en outre se borner à l'évaluation des mesures en cours ou de la probabilité qu'elles ont d'être instaurées. Il importe en effet de prendre conscience que des liens complexes existent entre innovations financières et réglementation et que, paradoxalement, la réglementation peut être source d'instabilité financière, comme ce fut le cas avec la réglementation prudentielle de Bâle 1 et 2. Comme le rappelle Arquié (2013), « l'émergence du système bancaire de l'ombre est la conséquence de forces combinées dont il est difficile de démêler la responsabilité respective : une régulation entamant la compétitivité des banques et un nouveau rôle économique à part entière assumé par ce système » (p. 69). En réalité, l'apparition de nouvelles techniques ou de produits financiers répond bien souvent à une volonté de contourner les contraintes réglementaires existantes. Une question fondamentale demeure en conséquence en suspens : les réformes engagées aujourd'hui sont-elles suffisamment contraignantes sur le long terme pour éviter les dérives que la finance mondiale a connues jusqu'à présent ne cessent ? Sont-elles assez flexibles à court terme pour ne pas durablement pénaliser un secteur en quête perpétuelle de rentabilité ? Nul ne le sait aujourd'hui, mais une chose semble certaine : une meilleure maîtrise des risques financiers est une subtile affaire de dosage.

(6) Source : Agence France presse, 19 mars 2013.

BIBLIOGRAPHIE

- **Arquié A.** (2013), « Le système bancaire de l'ombre : fruit d'une régulation bancaire trop pesante ou véritable rôle économique ? », *Revue d'économie financière*, n° 109.
- **Hull J.** (2010) « Produits dérivés de gré à gré et compensation centrale : toutes les transactions peuvent-elles faire l'objet d'une compensation ? », *Revue de la stabilité financière*, n° 14, Banque de France.
- **Jégourel Y.** :
  - (2012), « Les produits dérivés : outils d'assurance ou instruments dangereux de spéculation ? », *Cahiers français* n° 361, *Comprendre les marchés financiers*, Paris, La Documentation française.
  - (2013), « Les prémices d'une fiscalité sur les mouvements financiers internationaux », *Cahiers français* n° 373, *Fiscalité : à l'aube d'une révolution ?*, Paris, La Documentation française.
- **Koeppl T., Monnet C.** (2013), « Compensation par contrepartie centrale et assurance contre le risque systémique sur les marchés dérivés de gré à gré », *Revue d'économie financière*, n° 109, mars.

LES NÉGOCIATIONS INTERNATIONALES AUTOUR DE LA STABILITÉ FINANCIÈRE : UN PROCESSUS COMPLEXE

Jean-Marc Figuet
Professeur de sciences économiques
Larefi – Université Montesquieu-Bordeaux IV

Tout comme la qualité de l'environnement ou la santé, la stabilité financière mondiale relève de ce que les économistes appellent des « biens publics mondiaux ». La préserver nécessite des efforts collectifs, mais il est tentant pour chaque État d'adopter un comportement égoïste et de laisser les autres subir les coûts associés aux réglementations nécessaires. Ainsi, les engagements adoptés lors des sommets internationaux tardent parfois à être retranscrits dans les réglementations nationales. S'ajoute à cela le caractère d'emblée complexe de la coordination internationale en raison des rapports conflictuels et des divergences entre les pays du Nord et les grands émergents.
Jean-Marc Figuet présente l'architecture de la gouvernance financière mondiale, en particulier l'avènement du G20, avant de dresser un bilan des négociations internationales dans le contexte de l'après-crise.

C. F.

Pourquoi une gouvernance mondiale ?

L'interdépendance des économies

Depuis le déclenchement de la crise des *subprimes* à l'été 2007, les gouvernements, notamment ceux des pays du Nord, ont entrepris un vaste chantier de réformes pour favoriser la stabilité financière, condition nécessaire pour rebâtir un climat de confiance économique et promouvoir la croissance. La crise, d'abord financière, s'est transformée en crise économique mondiale, ce qui illustre d'une part l'interconnexion entre les sphères financière et réelle et d'autre part l'interdépendance des économies. Les réponses à cette crise ne pouvaient donc être que pluridimensionnelles et internationales. Comme le rappelle le Fonds monétaire international (FMI)[1] : « aucun pays n'est une île quand il s'agit de stabilité économique et financière ».

L'intégration économique et financière des principales économies rend central le problème de la gouvernance. Initiée par Coase (1937)[2] dans le cadre de la théorie de la firme, cette question s'est déplacée au niveau des États, avec des problématiques cruciales liées à la mondialisation, en particulier l'environnement, la santé, l'éducation, la sécurité, les normes, le

(1) FMI (2012),« How the IMF Promotes Global Economic Stability », Factsheet, 28 août.

(2) Coase R. (1937), « The Nature of the Firm », *Economica*, vol. 4, n° 16.

commerce ou encore la coordination des politiques macroéconomiques. Selon Stiglitz (2006)[3], la globalisation nécessite une gouvernance mondiale contribuant à la gestion efficace et coordonnée des biens publics mondiaux. La littérature économique n'est cependant pas unanime sur les gains d'une coopération internationale. Friedman (1953) considère que la flexibilité des taux de change « insularise » les économies des chocs. La coopération internationale est alors inutile. Dans le cadre des modèles macroéconomiques de type Mundell-Fleming[4], les gains de la coopération peuvent être positifs mais demeurent incertains, la transmission des chocs d'une économie à l'autre étant difficile à évaluer. Pour la nouvelle macroéconomie internationale (Obstfeld et Rogoff, 2000)[5], la coopération entraîne certes des gains mais également des coûts. Le bilan de la coordination des politiques nationales n'est donc pas sûr.

(3) Stiglitz J. (2006), *Pour un autre monde*, Paris, Fayard.

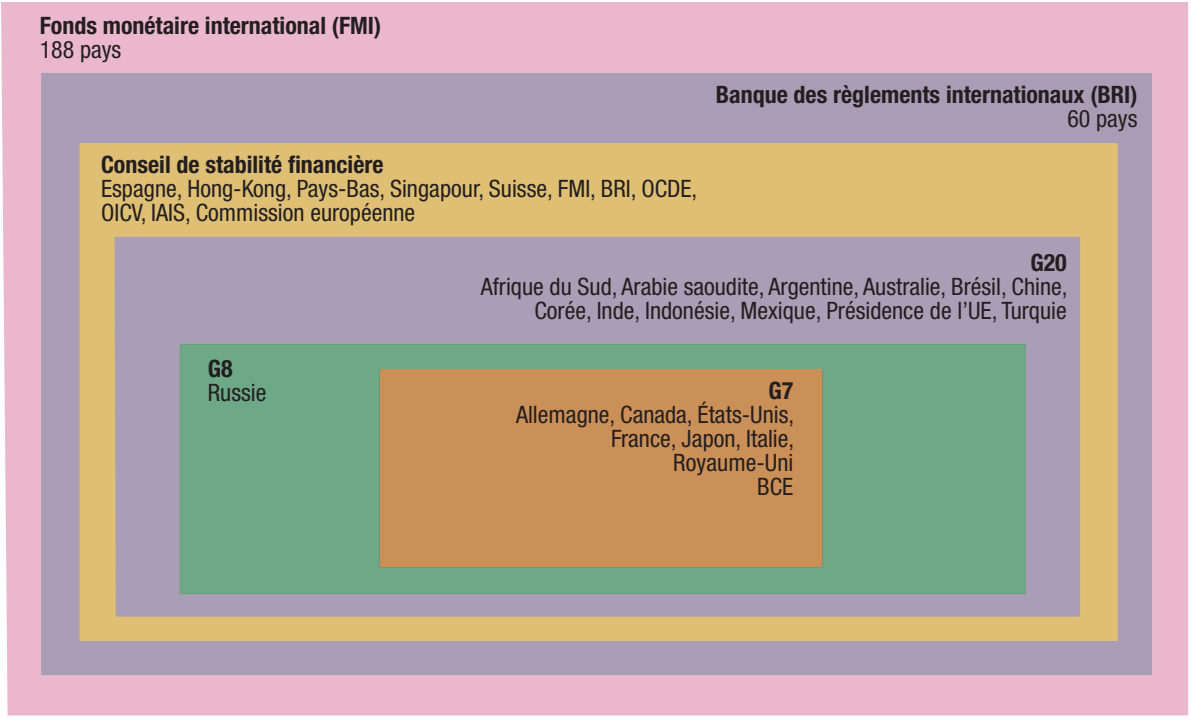
(4) Le modèle de Mundell-Fleming est le modèle traditionnel d'inspiration keynésienne IS-LM appliqué à l'économie ouverte.

(5) Obstfeld M., Rogoff K. (2000), « The Six Major Puzzles in International Macroeconomics : Is There a Common Cause ? », National Bureau of Economic Research, *Working Paper*, n° 7 777.

Du G6 au G8

Les chocs communs subis par les économies développées dans les années 1970 (chocs pétroliers, abandon du régime de changes fixes de Bretton Woods) vont contribuer à des rencontres informelles entre les chefs d'État et de gouvernement des États-Unis, de la France, du Japon, de la RFA et du Royaume-Uni à Washington (le *Library Group*). Le sommet de Rambouillet, en novembre 1975, donne naissance au Groupe des six (participation de l'Italie), celui de Porto-Rico, en juin 1976, au Groupe des sept (G7) avec l'inclusion du Canada. La Communauté puis l'Union européenne (UE) participent au G7 depuis 1977 sans modification de l'appellation. L'intégration officielle de la Russie, en 1998, donne naissance au G8 (ou G7+1) sans pour autant entraîner la disparition du G7 qui se réunit annuellement. Le G7 s'appuie sur le FMI pour mettre en œuvre ses recommandations en matière de libéralisation financière à l'ensemble de ses membres, soit 188 pays (schéma 1). Que peut-on retenir de l'action du G7 ? Finalement, peu d'actions concrètes. La relance budgétaire coordonnée, décidée lors du sommet de Bonn en 1978 pour contrer les effets récessifs du premier choc pétrolier et de la fin

Schéma 1. **Les institutions internationales et la stabilité financière**


Fonds monétaire international (FMI)
188 pays
Banque des règlements internationaux (BRI)
60 pays
Conseil de stabilité financière
Espagne, Hong-Kong, Pays-Bas, Singapour, Suisse, FMI, BRI, OCDE, OICV, IAIS, Commission européenne
G20
Afrique du Sud, Arabie saoudite, Argentine, Australie, Brésil, Chine, Corée, Inde, Indonésie, Mexique, Présidence de l'UE, Turquie
G8
Russie
G7
Allemagne, Canada, États-Unis, France, Japon, Italie, Royaume-Uni
BCE

OICV = Organisation internationale des commissions de valeurs.
IAIS = International Association of Insurance Supervisors (association internationale des contrôleurs d'assurance).

du régime de changes fixes, est rapidement abandonnée dès lors que le second choc pétrolier de 1979 contraint les pays à redonner la priorité à des objectifs internes, notamment la lutte contre l'inflation et le chômage. Quant aux accords du Plaza (1985) et du Louvre (1987), dont l'objectif était de remettre de l'ordre dans le Système monétaire international en luttant contre les variations erratiques du dollar, le bilan est mitigé. La mise en place des zones cibles de change entre le dollar, le mark et le yen n'a été plus ou moins effective que jusqu'au milieu des années 1990. L'entrée en crise du Japon le décide à faire des objectifs internes une priorité de sa politique monétaire.

L'émergence des BRIC

À partir des années 1990, l'émergence des BRIC[6] réduit l'influence du G7 sur la gouvernance mondiale. Le G7 représente une proportion de plus en plus faible de la population et du PIB mondiaux (environ 15 % et 55 %) et ses décisions sont contestées de façon croissante. Lors de la crise des pays d'Asie du Sud-Est à partir de 1997, le rôle du FMI est stigmatisé. Pour les pays émergents, l'ouverture des marchés de capitaux aux investisseurs spéculatifs de très court terme prônée par le FMI aurait contribué au déclenchement de la crise. Le G20 (groupe des 20 pays industrialisés et émergents), une institution informelle née sous l'impulsion du G7, apparaît pour discuter des moyens de résoudre la crise. Ce forum est légitime, non seulement de par son poids dans l'économie mondiale (près de 66 % de la population totale, 85 % du commerce international et 90 % du PIB mondial) mais encore parce qu'il compte à la fois des économies avancées et les principales économies émergentes (schéma 1). Les réunions du G20 ne concernent toutefois que les ministres des Finances et les gouverneurs des banques centrales, et non les chefs d'État et de gouvernement. En outre, les pays émergents ne sont pas membres à part entière du Forum de stabilité financière (FSF), institué en 1999 par le G7 afin d'élaborer des normes transnationales permettant d'améliorer la stabilité financière globale.

À la suite de la crise asiatique, le rôle du FMI fait l'objet de dissensions opposant les pays clients, non-membres du G7, à ceux qui le sont. Pour manifester leur mécontentement, les principaux clients (Argentine, Brésil, Corée du Sud et même Russie) décident d'emprunter auprès d'autres institutions à des taux d'intérêt plus élevés que ceux proposés par le FMI. La réduction d'activité du FMI, dont les revenus proviennent des intérêts sur les crédits accordés, implique des pertes (400 millions de dollars en 2010) et des compressions d'effectifs, les pays du G7 n'ayant pas trouvé de source alternative de financement. Le sentiment des pays émergents est que le FMI demeure une institution pro-américaine, notamment parce que les États-Unis sont les seuls à disposer d'un droit de veto. Plus largement, les négociations internationales semblent bloquées à la fin des années 2000. Par exemple, les négociations commerciales multilatérales, dans le cadre du cycle de Doha de l'Organisation mondiale du commerce (OMC), ne débouchent sur aucun consensus. La réduction des émissions de CO_2 pour lutter contre le réchauffement climatique est un échec. Et la nomination de Paul Wolfowitz à la présidence de la Banque mondiale est contestée par les pays non-membres du G7.

L'avènement du G20

La faillite de Lehman Brothers en septembre 2008 et la panique concomitante sur les marchés financiers mondiaux marquent un tournant dans la crise augurant des faillites bancaires, des crises de dettes souveraines, d'un effondrement de la croissance et du développement massif du chômage.

Dès le 10 octobre 2008, le G7 se réunit à Washington et publie un plan d'action pour faire face à la crise financière internationale. Ses membres s'engagent à empêcher toute faillite de banque importante. Le FSF et les banques centrales du G7 se retrouvent chargés de coordonner les actions multilatérales. Mais le périmètre du G7 apparaît trop limité pour traiter l'ampleur de la crise. Dès le mois suivant, le 15 novembre 2008, c'est le G20 – cette fois-ci composé des chefs d'État et de gouvernement – qui se réunit à Washington pour tirer les leçons de la crise et rénover les institutions internationales. Dans sa déclaration finale, il établit cinq principes pour mettre en œuvre la réforme et créer un nouvel environnement financier en adéquation avec la mondialisation : améliorer la transparence et la responsabilité, renforcer la régulation, promouvoir l'intégrité des marchés financiers, accroître la coopération multilatérale et réformer l'architecture financière. Les pays émergents deviennent membres à part entière du FSF – qui devient le Comité de stabilité financière

(6) Brésil, Russie, Inde, Chine.

LES THÉMATIQUES DES DIFFÉRENTS G20

Sommet	Thématiques principales
Washington (11/2008)	Réformes financières
Londres (04/2009)	Réformes financières Réforme des institutions financières internationales Relance mondiale
Pittsburgh (09/2009)	Réformes financières Gouvernance du G20 Déséquilibres globaux
Toronto (06/2010)	Réformes financières Déséquilibres globaux
Séoul (11/2010)	Réforme des institutions financières internationales Déséquilibres globaux
Cannes (11/2011)	Système monétaire international Prix des matières premières Taxe sur les transactions financières Crise de la zone euro
Los Cabos (06/2012)	Crise de la zone euro Assainissement des finances publiques Évolution du cours du yuan Dotations au Fonds monétaire international
Saint-Pétersbourg (09/2013)	Croissance économique Réformes financières

en avril 2009 (CSF) –, du Comité de Bâle en charge de proposer des règles prudentielles pour les établissements de crédit (BCBS), et du Comité technique de l'organisation internationale des commissions de valeurs (IOSCO). Le CSF se voit confier un rôle de coordonnateur supranational en matière de supervision et de régulation financière. Les ressources et la gouvernance du FMI (mais également de la Banque mondiale et des autres banques multilatérales de développement) sont auditées.

Certes, la réforme du FMI a été engagée avant la crise mais le G20 en a accéléré le rythme. Le renouvellement de la gouvernance pour donner plus de poids aux pays émergents et en développement, l'assouplissement des conditions d'octroi des prêts et la diversification des sources de financement ont été entrepris dès 2007 pour dynamiser l'activité. L'augmentation des droits de vote des pays émergents (+ 5,42 %) a été décidée aux termes d'âpres négociations. La Chine dispose, depuis 2008, de 3,81 % des droits de vote (+ 0,88 %), et l'Inde de 2,34 % (+ 0,42 %). À titre de comparaison, la France et le Royaume-Uni détiennent 4,29 % des votes (- 0,64 %), les États Unis, 16,73 % (- 0,29 %). Cette réforme de la gouvernance n'a cependant pas totalement convaincu les BRIC, qui ont refusé de souscrire aux nouveaux accords d'emprunts (NAE) devant permettre au FMI de disposer de ressources plus importantes pour intervenir. Ils ont simplement accepté d'acheter les billets émis par le FMI, puis, sous réserve d'une nouvelle modification de son actionnariat, ont consenti à ce que ces achats accroissent les capacités de financement de l'institution. En 2010, les quotes-parts ont été modifiées pour mieux refléter le poids économique des différents membres. Les pays émergents et en développement gagnent 6 % des quotes-parts au détriment des pays industrialisés surreprésentés. La Chine devient le troisième membre le plus important, et trois autres pays émergents (Brésil, Russie, Inde) figurent parmi les dix premiers actionnaires. Au terme de cette réforme, le FMI devrait disposer d'environ 750 milliards de dollars, soit un doublement de ses ressources. Le succès de cette réforme reste cependant

subordonné à son acceptation par le Congrès américain, Washington disposant d'un droit de veto.

La stabilité financière et le G20 : quel bilan ?

Suite à la réunion inaugurale de Washington (novembre 2008) qui a fixé le cap de la réforme pour assurer la stabilité financière *(*cf. *supra),* le G20 s'est réuni sept fois : à Londres (avril 2009), Pittsburgh (septembre 2009), Toronto (juin 2010), Séoul (novembre 2010), Cannes (novembre 2011), Los Cabos (juin 2012) et Saint-Pétersbourg (septembre 2013). Un système financier plus robuste et plus transparent doit contribuer plus efficacement au financement des économies et doit être moins sujet à des crises menaçant l'économie réelle et impliquant les finances publiques. La réforme financière permet donc de soutenir la croissance. Il est sans doute trop tôt pour tirer un bilan définitif des réformes. D'une part, les mesures qui ont été décidées par le G20 au cours de ces différents sommets ne sont pas toutes effectives ; d'autre part, certains systèmes financiers bénéficient de plans d'intervention d'urgence (Grèce, Irlande, Chypre…) qui retardent le calendrier de la mise en œuvre. Néanmoins, un bilan d'étape peut être dressé. À intervalles réguliers, le CSF et le FMI constatent que la réforme avance, mais à pas comptés, différents selon les pays, qu'ils exhortent à appliquer plus promptement les nouvelles normes.

La réglementation bancaire

Le point central de la réforme est la réglementation bancaire. Lors du sommet de Séoul, le G20 a décidé de la mise en œuvre des accords de Bâle 3 pour réguler l'activité des banques. Ces accords prévoient d'améliorer l'évaluation des risques et des fonds propres, de contenir l'endettement des banques et leur caractère procyclique[7], d'accroître leur liquidité et de réduire le risque systémique[8]. Initialement, les mesures adoptées devaient progressivement entrer en vigueur à partir du 1er janvier 2013 pour être pleinement effectives le 1er janvier 2019, comme l'indique la déclaration finale du G20 lors du sommet de Cannes. Le délai s'explique par l'étendue de la réforme qui oblige les banques à modifier le périmètre de leurs activités *(business model)* et par la nécessité de constituer des fonds propres suffisants pour satisfaire les différents ratios. Les statistiques indiquent que l'assainissement du système bancaire est en marche. Les tests de résistance de la Réserve fédérale et de l'Autorité bancaire européenne (ABE) montrent que les banques ont une capitalisation de plus en plus forte, même si le FMI doute parfois de la qualité des actifs. Et le nombre de banques européennes a baissé de 5 % entre 2007 et 2012 suite à des fermetures et des restructurations.

Néanmoins, les accords de Bâle 3 ne seront pas opérationnels en 2019 bien que le calendrier initial ait été qualifié de « généreux » par le FMI. En effet, en novembre 2012, les États Unis ont reporté l'application de ces nouvelles normes bancaires sans donner véritablement un nouvel agenda. L'Union européenne a repoussé au 1er janvier 2014 l'entrée en vigueur de ces normes *via* la quatrième directive sur l'adéquation du capital (CRD 4). Et les pays émergents, dont les systèmes financiers ont été peu affectés par la crise, ne sont pas nécessairement convaincus de l'urgence d'une telle réforme. En outre, des divergences apparaissent quant aux modes de calcul des différents ratios prudentiels, en particulier le degré de risque des différents actifs bancaires qui est le déterminant du capital. C'est également le cas pour les normes comptables relatives aux dépréciations d'actifs. Or, pour que les conditions de fonctionnement bancaire soient véritablement équitables au sein du G20, les banques doivent respecter les mêmes règles, ce qui semble moins évident aujourd'hui qu'hier. Les *lobbies* bancaires nationaux dénoncent le coût de la réforme et ses impacts en termes de financement de l'économie et d'emplois pour dissuader les États de l'appliquer rapidement et strictement. Pour le FMI, la réforme devrait impliquer une hausse de la tarification des crédits à l'économie, mais celle-ci devrait être compensée par les bénéfices de crises bancaires moins fréquentes et moins coûteuses[9].

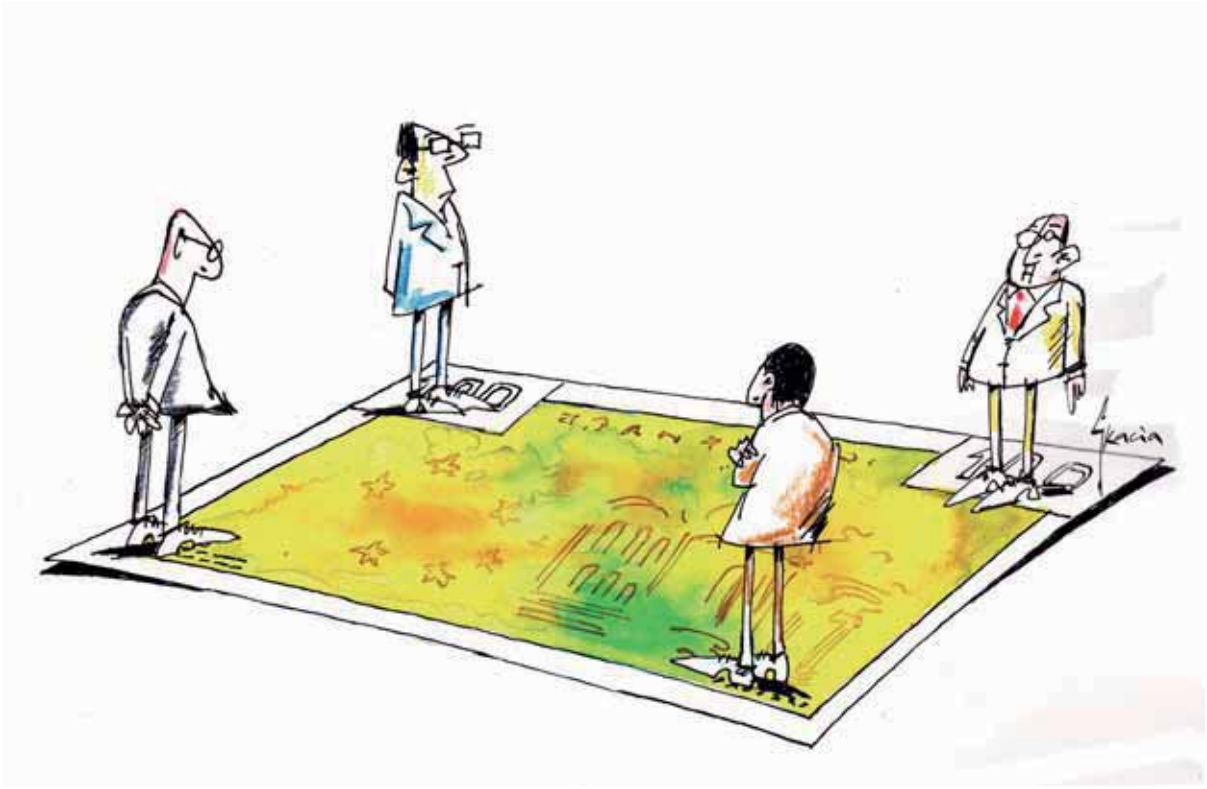
Le périmètre des activités bancaires

Le périmètre des activités bancaires ne fait pas non plus l'unanimité. La règle Volcker aux États Unis, le rapport Liikanen pour l'Union européenne ou la Commission Vickers au Royaume-Uni aboutissent à

(7) L'activité bancaire est procyclique, c'est-à-dire qu'elle renforce le cycle économique : en période de forte croissance, les bonnes perspectives de rentabilité, souvent surévaluées dans un contexte d'optimisme, poussent les banques à accorder beaucoup de crédits, ce qui gonfle la croissance. En période de ralentissement ou de récession, les banques deviennent au contraire méfiantes et rationnent le crédit, ce qui accroît les difficultés de l'économie.

(8) Sur les accords de Bâle 3, voir dans ce même numéro l'article de Jézabel Couppey-Soubeyran, p. 43.

(9) *Idem.*



des conclusions spécifiques concernant le *business model* des banques et le cantonnement des activités de marchés[10]. Au sein même de l'Union européenne, l'Allemagne et la France légifèrent en 2013, préalablement aux conclusions de la Commission attendues pour 2015, pour redéfinir leur modèle bancaire. Concernant la surveillance, la création d'une union bancaire en Europe va permettre la mise en place d'un mécanisme de surveillance unique (MSU) confié à la Banque centrale européenne (BCE) à partir de mars 2014. Si l'on ne peut contester l'opportunité d'une telle union, on peut cependant s'interroger sur la capacité de la BCE à superviser plus de 200 banques et à coordonner les méthodes et les actions de superviseurs nationaux habitués jusqu'alors à avoir leurs propres interprétations des Directives sur l'adéquation du capital. La BCE devra également se coordonner avec l'Autorité bancaire européenne. En outre, certaines banques, notamment les *Landesbanken* et les *Sparkassen* allemandes, échapperont à son contrôle. Enfin, le MSU n'exonère pas l'Union de mettre parallèlement en place un mécanisme harmonisé et efficace de résolution des défaillances bancaires. Quant à la question de la surveillance des banques systémiques, elle n'est toujours pas réglée. Des progrès ont certes été effectués depuis la crise, mais tous les pays membres n'appliquent pas encore le cadre réglementaire de résolution du CSF. Au total, ce foisonnement de règles nationales et/ou régionales risque de perturber la réalisation de l'objectif commun de rendre le système bancaire plus résilient et plus transparent si ses règles ne sont pas coordonnées.

La finance non réglementée

La crise a révélé l'importance de la finance non réglementée ainsi que des risques qu'elle comporte pour l'ensemble de l'économie en raison de sa forte interconnexion avec la finance réglementée. Le G20 a annoncé sa volonté de la contrôler davantage. Deux dimensions retiennent plus particulièrement l'attention des régulateurs. Il s'agit d'une part du système bancaire de l'ombre *(shadow banking*[11]*)* et d'autre part, des marchés dérivés de gré à gré *(over the counter).* Selon les estimations du CSF, le *shadow banking,* dont l'activité de titrisation des créances bancaires est considérée comme le déclencheur de la crise actuelle, représente-

(10) Sur les réformes américaines, européennes et britanniques, voir dans ce même numéro l'article d'Yves Jégourel, p. 31.

(11) Sur ce point, voir dans ce même numéro l'article de Dominique Plihon, p. 50.

rait, au sens étroit, environ 25 % de l'intermédiation financière entre 2009 et 2011, et au sens large, près de 50 %. Le CSF constate que les procédures de collectes de données et de suivi de ces entités doivent être approfondies pour permettre une supervision efficace et que leur connexion avec les banques, *via* les lignes de financement, reste très forte. Quant aux opérations sur produits dérivés de gré à gré, qui représentent la majorité des opérations sur ce type de produits, l'objectif affiché par le G20 est de mettre en place des mécanismes de compensation efficaces et transparents pour éviter que les intervenants supportent des risques extrêmes dont l'occurrence peut déstabiliser les marchés sous-jacents. Mais aujourd'hui encore, les chambres de compensation[12] ne sont que marginalement utilisées pour nouer et dénouer des contrats de gré à gré. C'est le cas pour les contrats sur matières premières, sur actions ou sur devises, mais aussi pour les dérivés sur événement de crédit *(Credit Default Swaps* – CDS) dont à peine 10 % seraient actuellement compensés. Beaucoup reste à faire dans ce domaine, que ce soit pour la collecte de données fiables sur les volumes de transaction ou sur des modes de règlement clairs et efficaces. On notera que la concentration des risques au sein des chambres de compensation présuppose une capitalisation suffisante pour qu'elles puissent absorber les pertes, ce qui peut impliquer qu'elles deviennent, tout comme certaines institutions financières, « *too big to fail* », et soient donc incitées à prendre des risques – situation décrite par les économistes *via* le terme d'« aléa moral ».

(12) Les chambres de compensation sont des organismes financiers ayant pour finalité d'éliminer les risques de défaut sur les marchés dérivés. Ils se constituent comme la contrepartie unique de tous les opérateurs et surveillent les positions des intervenants.

l l l

Cinq ans après la faillite de Lehman Brothers, on ne peut pas considérer qu'un nouvel environnement financier plus sûr et plus transparent ait totalement émergé. On ne peut nier l'existence de progrès, mais beaucoup reste à faire pour atteindre les objectifs fixés par le G20 de Washington en matière de stabilité financière. Les principes existent, mais leur déclinaison au niveau national et/ou régional semble plus complexe. Ce bilan mitigé illustre l'autorité relative du G20, une fois le pic de la crise passé.

DE BÂLE 2 À BÂLE 3 : LA NOUVELLE RÉGLEMENTATION BANCAIRE INTERNATIONALE

Jézabel Couppey-Soubeyran
Maître de conférence à l'Université Paris 1-Panthéon-Sorbonne
Conseillère scientifique au Conseil d'analyse économique (CAE)

Les lacunes de la régulation des banques ont été reconnues par la communauté internationale comme l'une des causes majeures de la crise. Malgré les règles en place, les banques ont pris des risques excessifs et ont contourné ces règles par un transfert des risques vers des intermédiaires financiers non bancaires. Les premières réunions de crise du G20 ont donc ouvert le chantier de la révision des normes bancaires internationales élaborées par le Comité de Bâle. Jugées coûteuses et excessives par les *lobbies* bancaires et au contraire trop timorées pour bon nombre d'économistes et de personnalités publiques, quelles sont réellement les avancées des recommandations de Bâle 3 ? Si ces nouveaux accords ne rompent pas radicalement avec les précédents, ils proposent, selon Jézabel Couppey-Soubeyran, des exigences de liquidité et de fonds propres plus strictes, qui apporteront des gains en matière de stabilité financière. La prévention des risques reste toutefois d'après l'auteur trop individuelle – microprudentielle – et insuffisamment globale – macroprudentielle –.

C. F.

Une fois n'est pas coutume, la troisième édition des accords de Bâle (Bâle 3) a vu le jour avec une rapidité inédite si l'on en juge par le temps nécessaire aux précédents accords. Près de quatorze ans se sont écoulés entre la création du Comité de Bâle en 1974 et sa première recommandation en 1988 (Bâle 1) : un ratio de fonds propres (ratio Cooke) proportionnel au risque des crédits octroyés par les banques. Pas moins de dix années séparent Bâle 1 du premier document soumis à la consultation en 1999 pour préparer Bâle 2 (ratio McDonough). Après cinq années de consultation, les accords de Bâle 2 ont été signés. L'objectif était alors d'élargir l'assiette des risques couverts et de mieux ajuster l'exigence de fonds propres aux risques des actifs.

Les accords de Bâle 2 ont à peine eu le temps d'entrer en application en 2007-2008, que la crise a sonné l'heure d'un renforcement de la régulation financière. Dès la première réunion de crise du G20 à Washington en novembre 2008, peu après la faillite de Lehman Brothers, les défauts de surveillance du secteur bancaire et financier sont pointés comme l'une des causes de la crise. Lors du sommet de Pittsburgh en septembre 2009, les chefs d'État du G20 conviennent « de veiller à ce que nos systèmes de régulation des banques et des autres établissements financiers contiennent les excès qui ont conduit à la crise » et s'engagent à élaborer d'ici la fin 2010 de nouvelles règles internationales avec un objectif initial de mise en œuvre fin 2012.

Juste un an après le sommet de Pittsburgh, le comité de Bâle rendait public le contenu des accords de Bâle 3. Les débats ont depuis lors été vifs entre, d'un côté, les banques et leurs *lobbies* qui estiment excessif le renforcement de la contrainte, y voyant même le vecteur du développement du *shadow banking*(1) et, de l'autre, bon nombre d'économistes pour qui les mesures de Bâle 3 sont au contraire largement insuffisantes pour rétablir la stabilité financière. Bâle 3 n'est sans doute ni le loup qui mangera l'agneau, ni la souris qui ne rugit pas(2), mais un pas dans le renforcement du prudentiel que beaucoup d'autres devront emboîter.

(1) Système bancaire parallèle et opaque. Sur ce point, voir dans ce même numéro l'article de Dominique Plihon, p. 50.

(2) En référence au sous-titre « Basel: the mouse that did not roar » qui accompagnait l'illustration de la tribune de Martin Wolf dans le *Financial Times* du 14 septembre 2010 pour réagir à la publication des accords de Bâle 3.

QU'EST-CE QUE LE COMITÉ DE BÂLE ?

C'est au Comité de Bâle, logé au sein de la Banque des règlements internationaux (BRI) à Bâle, que les banquiers centraux et les autorités de surveillance se réunissent régulièrement pour discuter des problèmes de risque bancaire. Ce Comité, créé en 1974 dans un contexte de forte instabilité économique et financière, influence aujourd'hui fortement la régulation financière. Les bonnes pratiques et les standards qu'il cherche à promouvoir pour améliorer la stabilité financière prennent la forme d'accords signés au terme d'une consultation souvent longue, à laquelle prennent part les différentes autorités nationales de surveillance mais également les banques et leurs *lobbies*. Ces accords ont valeur de recommandation. Ils ne deviennent des réglementations qu'une fois transposés dans le droit de chaque État signataire. Le fait qu'ils soient négociés à une échelle internationale permet en principe d'harmoniser les règles et de garantir aux banques des conditions égales et loyales d'activité, quel que soit leur lieu d'implantation. Mais, en pratique, les modalités d'application en droit national et de supervision par des autorités de surveillance dont les pratiques diffèrent d'un pays à l'autre laissent place à des disparités importantes.

Jézabel Couppey-Soubeyran

Un renforcement en quantité et en qualité des exigences de fonds propres

Les accords de Bâle 3 ne rompent guère avec ceux de Bâle 2. L'approche des trois piliers (cf. encadré) est conservée. L'utilisation des notations externes par des agences n'est pas remise en cause, en dépit de la volonté affichée des chefs d'État et de gouvernement du G20, lors du sommet de Toronto, en juin 2010, d'en réduire l'influence.

Bâle 3 marque toutefois un resserrement. C'est tout particulièrement le cas au niveau des exigences de fonds propres. Les précédents accords avaient laissé subsister une approche large. L'exigence de fonds propres « durs », constitués des actions et des bénéfices mis en réserve, n'était que de 2 %. Cela signifie que les 2/3 de la contrainte globale de fonds propres, fixée depuis le ratio Cooke à 8 %, pouvaient être satisfaits avec des fonds propres qui n'en étaient pas vraiment : des titres hybrides, des fonds pour risques bancaires généraux, des participations… Avec Bâle 3, les fonds propres « durs » devront atteindre au minimum 4,5 % des actifs pondérés par les risques à partir de 2015 puis 7 % à partir de 2019.

Le ratio global de solvabilité continuera de respecter un minimum de 8 % jusqu'en 2015. Puis cette exigence augmentera un peu chaque année jusqu'à atteindre un minimum de 10,5 % à partir de janvier 2019 au moyen d'un coussin supplémentaire de fonds propres dit « coussin de conservation ».

Ce ratio de fonds propres est exprimé en proportion des actifs pondérés par les risques – risques de crédit, risques de marché et risques opérationnels (cf. encadré p. 45) –. Au cours des années 2000, le rapport entre les actifs pondérés par les risques et le total des actifs (« *risk weighted assets* » – RWA) des banques n'a cessé de diminuer. Il avoisine les 40 % en Europe et peut même atteindre 30 % pour de grands groupes aguerris à l'optimisation des pondérations dans le cadre de modèles internes sophistiqués d'évaluation des risques. Ce qui, concrètement, signifie que, bien que renforcée, la contrainte de fonds propres porte sur moins de la moitié des actifs. Le nouveau calcul des risques de marché, plus exigeant que sous Bâle 2, devrait toutefois contribuer à rehausser le RWA d'environ 20 % pour les grands établissements fortement impliqués dans les activités de marché.

L'ESPRIT DES ACCORDS DE BÂLE

Pourquoi réglementer les banques ?

Une banque n'est pas une entreprise comme les autres. D'une part, elle investit l'argent de ses clients qui ne sont guère en capacité de lui imposer qu'elle le gère dans leur intérêt plus que dans le sien. D'autre part, la faillite d'une banque entraîne pour la collectivité des coûts bien supérieurs à ceux de n'importe quelle autre faillite d'entreprise. La difficulté d'une banque a vite fait de s'étendre à d'autres puisque toutes sont liées financièrement sur le marché interbancaire. Par contagion, une faillite bancaire peut ainsi s'étendre à l'ensemble du secteur et devenir une crise systémique. De plus, le dérèglement ou pire l'interruption des services bancaires sont très paralysants pour l'économie : sans moyens de paiements et sans financement, les échanges ne peuvent plus se dérouler normalement. Le régulateur doit autant veiller à la protection des déposants qu'aux problèmes d'externalités qui viennent d'être mentionnés. La réglementation des banques répond à ces deux objectifs et les exigences de fonds propres en sont devenues l'instrument principal.

Risque de crédit, risques de marché et risque opérationnel

Le comité de Bâle s'est en tout premier lieu préoccupé du risque de crédit. C'est le risque auquel la banque s'expose quand elle octroie un crédit. Si l'emprunteur fait défaut, la banque subit une perte. Pour absorber cette perte sans risquer elle-même de faire défaut vis-à-vis de ses créanciers, la banque doit disposer d'un capital suffisant. Exiger des banques qu'elles détiennent un montant de fonds propres proportionnel aux risques qu'elles prennent est une mesure qui permet donc de réduire le risque d'insolvabilité de la banque. La réglementation des fonds propres oblige les banques à détenir plus de fonds propres qu'elles ne s'y contraindraient par elles-mêmes.
Les premiers accords de Bâle en 1988 ont recommandé l'adoption du ratio Cooke : un rapport d'au moins 8 % entre les fonds propres et les actifs exposés au risque de crédit (en pondérant ces actifs par le risque).
L'activité risquée des banques ne se réduit cependant pas aux crédits accordés. De plus en plus actives sur les marchés de titres et de produits dérivés depuis le début des années 1990, les banques sont aussi exposées aux risques de marché (risque de variations du cours des titres détenus, risque de taux, risque de change…). Quant à l'incorporation des avancées technologiques dans les services bancaires, elle a renforcé le risque opérationnel (risque de panne informatique, de défaut de procédure, d'erreur humaine, de fraude, etc.). L'exigence de fonds propres a donc dû être étendue, d'abord aux risques de marché, puis au risque opérationnel avec les accords de Bâle 2.

Une organisation en trois « piliers »

Trois piliers ont dès lors été définis : un pilier « exigences minimales de fonds propres » (maintenue à 8 % pour couvrir les trois catégories de risques – risque de crédit, risque de marché et risque opérationnel), un pilier « surveillance prudentielle » permettant aux superviseurs, s'ils le jugent nécessaire, d'exiger plus que la norme, un pilier « discipline de marché » exigeant de la transparence et de la communication d'informations. Les accords de Bâle 2 ont aussi donné aux banques le choix entre une approche réglementaire standard et une approche dite avancée les autorisant, sous certaines conditions, à utiliser leurs modèles internes d'évaluation des risques, ce qui a permis à certaines d'entre elles de réduire sensiblement la charge en fonds propres. Les accords de Bâle 3 ont toutefois rapidement emboîté le pas du fait de la crise. Ils rehaussent en quantité et en qualité l'exigence de fonds propres, introduisent également un simple ratio de fonds propres non pondéré par les risques (ratio de levier) et deux ratios de liquidité pour éviter aux banques de succomber à une rupture subite de liquidité.

Jézabel Couppey-Soubeyran

Au ratio de fonds propres pondéré par les risques, Bâle 3 ajoute un ratio plus simple, non pondéré par les risques, dit ratio de levier, fixant le minimum de fonds propres à 3 % des actifs non pondérés. Ce ratio revient à plafonner le levier d'actifs des banques (actifs sur fonds propres) qui est un bon indicateur de risque. Avant la crise, en dépit des exigences de fonds propres que les banques respectaient, le levier d'actifs des banques avait beaucoup augmenté parce qu'elles parvenaient à optimiser la charge en fonds propres en réduisant au maximum les pondérations des risques (dès lors qu'il leur était possible d'utiliser une approche avancée). Le Canada est l'un des rares pays à être parvenu à empêcher cette dérive en imposant aux banques, en plus du ratio de fonds propres pondéré, un ratio de levier. Les banques canadiennes ont ainsi été moins poussées à accumuler des actifs à faible pondération, ce qui semble avoir contribué à limiter l'expansion de leurs bilans. Si le ratio de levier retenu dans Bâle 3 est assez peu exigeant (la valeur des actifs pourra encore représenter

jusqu'à 33 fois celle des fonds propres), il a au moins le mérite d'exister et pourra peut-être faire l'objet d'un resserrement s'il survit à la période d'observation qui durera jusqu'à janvier 2017.

Des exigences de liquidité

Les problèmes de liquidité ont été au cœur de la crise financière. À l'automne 2008, peu après la faillite de Lehman Brothers, le marché interbancaire s'était trouvé totalement paralysé : les banques n'acceptaient plus de se prêter mutuellement, chacune suspectant les autres de détenir des actifs toxiques. Les banques n'étaient clairement pas armées face à une telle crise de rétention des liquidités. Sans l'intervention des grandes banques centrales qui ont aussitôt considérablement assoupli les conditions du refinancement des banques, le secteur bancaire se serait littéralement écroulé. On a alors réalisé la nécessité d'obliger les banques à veiller à leur liquidité.

C'est là l'objet des exigences de liquidités recommandées dans les accords de Bâle 3. Deux nouveaux ratios entrent en jeu :

– le « *liquidity coverage ratio* » (LCR) exige des banques qu'elles soient en mesure de faire face à une crise de liquidité sévère qui, sur trente jours, les obligeraient à puiser dans leurs actifs liquides (avoirs liquides, bons du Trésor…) pour honorer leurs engagements nets : ce ratio rapporte les actifs liquides haute qualité aux engagements nets à trente jours ;

– le « *net stable funding ratio* » (NSFR) est défini à plus long terme et obligera les banques à allonger la maturité de leurs ressources pour réduire l'écart de maturité entre l'actif et le passif de leur bilan : il rapporte les ressources stables aux besoins de financements stables.

Il faut certes rappeler qu'une banque est structurellement illiquide, puisque son activité consiste fondamentalement à transformer des ressources courtes (en grande partie des dépôts recouvrables théoriquement à tout moment) en emplois longs (des prêts qui seront pour la plupart remboursés à plus long terme). Si elles n'opéraient plus cette transformation, les banques ne seraient plus des banques mais de simples intermédiaires financiers qui investiraient soit des ressources de court terme dans des actifs de court terme (comme le font par exemple les OPCVM monétaires), soit des ressources de long terme dans des actifs de long terme (comme les assurances-vie). L'argument est très souvent repris par les banques et leurs *lobbies* pour s'opposer aux nouvelles exigences de liquidité. Il n'en demeure pas moins que les banques ont jusqu'à la crise poussé très loin l'activité de transformation, collectant de plus en plus de ressources de marché de très courte échéance pour financer des actifs tels que des produits structurés issus de la titrisation dont la liquidité s'est évanouie du jour au lendemain. Cela justifie pleinement les exigences de liquidité recommandées par le Comité de Bâle. En outre, elles n'empêchent absolument pas les banques de transformer des dépôts en crédits. Les dépôts restent en effet considérés comme des ressources stables (à 90 % pour ceux des particuliers, à 75 % pour ceux des PME, à 50 % pour ceux des grandes entreprises), y compris les dépôts à vue (les entrées compensant en moyenne les sorties).

Les actifs liquides de haute qualité ont toutefois dû faire l'objet d'une redéfinition. Après la crise des dettes souveraines en zone euro, il n'était plus possible d'y faire entrer de manière prépondérante les obligations publiques. Les banques ont saisi l'opportunité de cette redéfinition pour obtenir une extension de la gamme des actifs éligibles. La redéfinition aura toutefois permis d'entériner la mise en œuvre du LCR, au moment où l'on aurait pu craindre qu'il ne soit abandonné tant le travail de sape des *lobbies* bancaires a été intense. Le ratio minimal de liquidité à court terme sera de 60 % en 2015 ; il sera relevé de 10 points de pourcentage chaque année, jusqu'à atteindre 100 % en 2019.

Un impact controversé

Si l'on peut s'attendre à ce que les nouvelles normes de liquidité modifient de manière significative la structure des bilans bancaires – c'est bien là d'ailleurs l'effet recherché par le régulateur –, la difficulté d'ajustement a été largement surestimée par les banques, tant pour la liquidité que pour les fonds propres.

Les coûts d'ajustement de la nouvelle réglementation

L'*Institute of International Finance* (IIF), équivalent de la Fédération bancaire française à une échelle internationale, a produit plusieurs études d'impact littéralement apocalyptiques : celles-ci prédisaient jusqu'à 360 points de base d'augmentation du coût du crédit, une chute du crédit bancaire de 20 % entre 2011 et 2015, 4 points de PIB en moins dans la zone euro d'ici à 2020 et rien de moins que 4 millions de

pertes d'emplois. L'IIF a fondé ses estimations sur l'hypothèse que l'augmentation des ratios de fonds propres entraînerait une forte hausse du coût des capitaux propres (de l'ordre de 2 % aux États-Unis et dans la zone euro, 6 % au Japon et 10 % au Royaume-Uni, entre 2011 et 2015).

Il n'y a pourtant aucune raison solide de valider une telle hypothèse. On peut en premier lieu défendre la neutralité de la structure financière sur le coût du financement. Selon le théorème de Modigliani-Miller, qu'une entreprise recoure à plus ou moins de dette ou plus au moins de fonds propres ne change pas le coût moyen pondéré de son capital. On peut néanmoins objecter que ce théorème n'est valide que dans un monde sans coûts de transaction (ni prise en compte de la fiscalité) dans lequel la banque n'a pas de raison d'exister. Mais, même en concédant ce contre-argument, le simple fait que les nouvelles normes soient mises en œuvre pour abaisser le risque bancaire devrait logiquement se traduire par une moindre exigence de rentabilité de la part des investisseurs. On ne peut donc pas, comme le font les représentants des intérêts des banques, faire valoir que celles-ci ne pourront plus prendre autant de risques qu'avant et en même temps affirmer que les nouvelles normes augmenteront le coût des fonds propres. À moins de supposer que les banques aient toutes besoin au même moment d'émettre de nouvelles actions et que ce soit là le seul moyen pour elles de s'ajuster. Là encore, l'argument ne tient pas car bien d'autres marges de manœuvre existent : la compression des frais généraux *via* par exemple une diminution des très hauts salaires, la mise en réserve possible des profits, l'utilisation des liquidités conservées en réserves à la banque centrale (bien au-delà des réserves obligatoires)…

Les études d'impact réalisées par le Comité de Bâle et l'EBA en liaison avec le FMI, le *Financial Stability Board* et les banques centrales, plus solides que celles de l'IIF, parviennent à une estimation des coûts d'ajustement plus raisonnable. En moyenne, pour un relèvement de 4 points de pourcentage du ratio de fonds propres « durs » (CET1) et le respect du NSFR, l'augmentation du taux moyen des crédits varie entre 40 à 50 points de base et la réduction du taux de croissance ne dépasse pas 0,2 %. Les ajustements seraient en outre rapides.

Ces études ont été réalisées pour deux groupes de banques : un premier groupe (G1) constitué de banques internationales dont les fonds propres dépassent 3 milliards d'euros ; un second groupe (G2) de banques de moindre envergure. Selon la dernière étude, publiée en mars 2013, il manque 3,7 milliards de dollars de fonds propres aux banques du premier groupe du G1 pour qu'elles satisfassent toutes à l'exigence des 4,5 % de fonds propres « durs » en 2015, et 208,2 milliards pour qu'elles respectent les 7 % requis en 2016. Ce qui est à comparer aux 379,6 milliards de dollars de profits après impôts réalisés entre juillet 2011 et juin 2012. Pour les banques du second groupe, il manque respectivement 4,8 milliards et 16 milliards de dollars de fonds propres pour satisfaire aux ratios de 2015 et 2019, à comparer à 22,9 milliards de dollars de profits sur une année. Les disparités sont toutefois grandes au sein des groupes, certains établissements étant très au-delà des seuils exigés et d'autres très en deçà.

On constate la même hétérogénéité concernant les ratios de liquidité : la moitié des banques présentent un ratio NSFR de 90 %, au-dessus des 75 % exigés à partir de 2018, tandis que l'autre moitié se situe en dessous de la norme. Mais, au fil des études d'impact réalisées, on constate que l'ajustement progresse.

Il importe de noter que les efforts d'ajustement en matière de liquidité et de stabilité ne sont pas disjoints, ce qui réduit d'autant le coût associé à l'effort d'ajustement global : avoir plus de fonds propres augmente la part des ressources stables ainsi que la part des réserves d'actifs liquides et donc aussi la capacité à satisfaire les exigences de liquidités ; réciproquement, l'augmentation des réserves d'actifs liquides participe à l'augmentation des fonds propres durs.

Des gains en matière de stabilité financière ou un essor du *shadow banking* ?

Face à ces coûts d'ajustement, il ne faut pas omettre de placer dans la balance les gains que l'on peut attendre des nouvelles normes prudentielles en termes de stabilité financière. Le très fort impact récessif de la récente crise financière permet de réaliser à quel point il est nécessaire de prévenir les crises bancaires et financières. La BCE estime en effet à près de 18 millions le nombre d'emplois perdus dans la zone euro du fait de la crise.

Les banques ont cependant fait valoir l'idée que les risques qu'elles ne pourront plus prendre du fait des nouvelles contraintes seront pris par d'autres intermédiaires financiers, voire aussi devront l'être par les épargnants eux-mêmes. Ainsi pointent-elles comme conséquences possibles de Bâle 3 la désintermédiation bancaire et l'essor du *shadow banking*, c'est-à-dire d'intermédiaires financiers non bancaires (*hedge funds*, fonds de *private equity*, véhicules de titrisation) supportant des risques normalement assumés par les banques, sans pour autant être soumis à la même réglementation. Il n'y a cependant aucune raison d'évaluer l'impact de Bâle 3 en prenant comme point de référence le volume de risque qui prévalait avant la crise. Cela vaut aussi pour le prix du risque. Le prix du risque était trop bas et le volume du risque trop haut avant la crise. De ce point de vue, que Bâle 3 remédie à la sous-tarification des risques et contribue à réduire le volume du risque au sein du secteur bancaire et financier doit être apprécié comme une conséquence favorable pour l'économie réelle et pour la stabilité financière.

Une régulation « macroprudentielle » insuffisante

Les exigences de fonds propres relèvent de la régulation « microprudentielle » : elles sont nécessaires pour mieux gérer les risques individuels des banques. C'est un préalable indispensable à la prévention du risque systémique. Mais parce que le risque systémique n'est pas une simple somme de risques individuels, cela ne suffit pas. La prévention du risque systémique implique également une approche globale des risques, dite « macroprudentielle ».

Il s'agit tout d'abord de contrebalancer le caractère « procyclique » de l'activité bancaire et financière : en période de croissance, le crédit et les prix d'actifs augmentent de plus en plus vite et leur progression accélère la croissance ; symétriquement, quand le cycle se retourne, la restriction du crédit et la chute des prix d'actif provoquent la récession. Cette source fondamentale d'instabilité n'avait guère attiré l'attention des régulateurs en dépit des nombreux travaux menés sur le cycle financier à la Banque des règlements internationaux (BRI), autour de Claudio Borio, son chef économiste.

Les réglementations microprudentielles en place avant la crise ne cherchaient pas à contrer le cycle financier mais pire, il leur a même été reproché de l'accentuer. Les ratios de fonds propres sont en effet peu contraignants pour les banques dans la phase ascen-

dante quand le taux de défaut des entreprises est bas, que les prix des titres et des collatéraux sont hauts et font progresser mécaniquement la valeur de leurs fonds propres. Ils le deviennent, en revanche, dans la phase descendante du cycle quand les taux de défaut augmentent, que les prix des titres et des collatéraux diminuent et font chuter la valeur de leurs fonds propres. Cet effet procyclique des normes prudentielles s'est accentué avec l'utilisation dans Bâle 2 des notations, elles-mêmes fortement procycliques, ainsi qu'avec les normes comptables en valeur de marché.

Limiter la procyclicité de l'activité bancaire et financière impose des mesures contracycliques. Bâle 3 introduit une mesure de ce type mais de manière modeste. La recommandation prend la forme d'un coussin contracyclique compris entre 0 et 2,5 % qui viendrait s'ajouter à l'exigence minimale de fonds propres. Cette mesure, dont l'application n'est pas envisagée avant 2019, resterait du ressort de chaque autorité nationale. L'exigence globale de fonds propres pourrait ainsi passer à 13 % dans la phase haute du cycle et retomberait à 10,5 % (fonds propres globaux) dans la phase basse.

Parallèlement à cette mesure qui vise à agir sur le cycle financier, viendront des surcharges de fonds propres pour les banques systémiques permettant de prévenir le risque systémique dans sa dimension transversale. C'est le Conseil de stabilité financière qui établit la liste des banques « systémiques » à partir de plusieurs critères : la taille de la banque bien sûr, mais aussi son degré d'interconnexion avec les autres banques qui signale l'ampleur des externalités négatives en cas de crise, la complexité de son activité ou son caractère indispensable, etc. Les banques systémiques se verront imposer un coussin supplémentaire de fonds propres à la demande des autorités compétentes. À la date d'octobre 2012, la liste comprenait 28 banques systémiques au plan mondial.

Bâle 3 est loin cependant d'épuiser les mesures envisageables (Betbèze *et al.*, 2011) et il n'existe toujours pas à proprement parler de politique macroprudentielle clairement mise en œuvre sur la base d'objectifs déclarés et d'instruments bien identifiés, en dépit du consensus des économistes et des banquiers centraux sur sa nécessité. Il y a bien eu quelques initiatives institutionnelles avec la mise en place, en Europe, d'un conseil européen du risque systémique (*European Systemic Risk Board*) en 2011, aux États-Unis du *Financial Stability Oversight Council* (FSOC) établi dans le cadre du *Dodd-Frank Act* puis du *Systemic Risk Council*, ou encore en France, de Corefris en 2010 bientôt remplacé dans le cadre de la nouvelle loi bancaire par le « Conseil de stabilité financière ». Tantôt rattachées au Trésor tantôt à la banque centrale, ces nouvelles institutions ont pour l'instant une vocation d'analyse et d'étude plus qu'une véritable vocation opérationnelle. De plus, dans le cas de l'Europe, plus particulièrement, il n'est pas sûr que l'Union bancaire, malgré son absolue nécessité, permette d'avancer sur ce terrain. Il est peu probable que la BCE, déjà chargée d'une mission supplémentaire de supervision microprudentielle (1er volet de l'Union bancaire), endossera en plus la prise en charge explicite d'une politique macroprudentielle. Une telle concentration de pouvoirs en son sein pourrait en effet l'exposer à une crise de légitimité démocratique.

l l l

Que ce soit en Europe ou aux États-Unis, le calendrier de mise en œuvre des normes de Bâle 3 a pris du retard. Il faudra donc rester vigilant pour que ces recommandations se concrétisent, et le risque est grand que l'activisme des *lobbies* bancaires et la focalisation des débats sur les questions de séparation des activités bancaires(3) ne détournent l'attention du prudentiel alors que beaucoup reste à faire.

(3) Vickers au Royaume-Uni, Volcker aux États-Unis, Liikanen en Europe, titre 1 de la loi bancaire en France.

BIBLIOGRAPHIE

- **Admati A. R., DeMarzo P. M., Hellwig M. F., Pfleiderer P.** (2010), « Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity is Not Expensive », août, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University *W*orking Paper n° 86, *Stanford Graduate School of Business Research Paper* n° 2065. .
- **Admati A. R., Hellwig M. F.** (2013), *The Bankers' New Clothes: What's Wrong With Banking and What to Do About It*, Princeton, Princeton University Press, mars.
- **Basel Committee on Banking Supervision** (2013), Results of the Basel III monitoring exercise as of 30 June 2012, mars : http://www.bis.org/publ/bcbs243.pdf.
- **Betbèze J.-P., Bordes Ch., Couppey-Soubeyran J., Plihon D.** (2011), *Banques centrales et stabilité financière*, rapport du CAE n° 96, Paris, La Documentation française.
- **Couppey-Soubeyran J., Garnier O. et Pollin J.-P.** (2013), *Le financement de l'économie dans le nouveau contexte réglementaire*, rapport du CAE n°104, Paris, La Documentation française..
- **Crawford A., Graham C. et Bordeleau É.** (2009), « L'expérience canadienne des plafonds réglementaires du levier financier », Banque du Canada, *Revue du système financier*, juin.

LE *SHADOW BANKING SYSTEM* ET LA CRISE FINANCIÈRE

Esther Jeffers
Université Paris 8, LED
Dominique Plihon
Université Paris 13 Sorbonne Paris Cité, CEPN

La crise des *subprimes* a révélé l'existence d'un système financier parallèle ou de l'ombre – d'où la dénomination de *shadow banking system* – dont le rôle dans la genèse et la propagation de la crise financière est aujourd'hui bien démontré. S'il s'est d'abord développé aux États-Unis, les grandes banques universelles européennes y ont très vite joué un rôle majeur.

Comment et pourquoi ce réseau d'acteurs financiers pratiquant des activités proches de celles des banques, mais échappant aux réglementations auxquelles celles-ci sont soumises, a-t-il connu un tel essor ? Les réformes financières menées un peu partout pour tirer les leçons de la crise ont-elles permis de le réguler de manière satisfaisante ? Esther Jeffers et Dominique Plihon font le point.

C. F.

La crise des *subprimes* qui a éclaté en 2007 a révélé l'existence d'un système de financement parallèle au système bancaire traditionnel, que l'on a dénommé *shadow banking system*[1]. Il peut être défini comme un système d'intermédiation financière (cf. encadré) qui regroupe des entités extérieures au secteur bancaire traditionnel mais remplit pour partie des fonctions semblables[2]. Cet ensemble d'acteurs, situé aux frontières des banques et des marchés, collecte de l'épargne, souvent liquide, pour la transformer en placements de long terme, en particulier des produits de titrisation. Ce système bancaire parallèle établit des interconnexions entre les banques et l'ensemble des institutions financières qui constituent une source importante de risque systémique. Il a joué un rôle majeur dans la genèse puis la propagation internationale de la crise financière.

(1) Littéralement : « système bancaire de l'ombre ».

(2) Poszar Z., Adrian T., Ashcraft A. et Boesky H. (2010), « Shadow Banking », *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, n° 458. Voir également des mêmes auteurs (2012), « Shadow Banking », *Revue d'économie financière* n° 105.

Les acteurs du système bancaire parallèle

Les banques traditionnelles financent leurs prêts avec les ressources qu'elles collectent auprès de leurs déposants et avec leurs fonds propres. Plus important, les banques créent des dépôts – la monnaie scripturale – à l'occasion de leurs opérations de crédit. Plus récemment, les banques se sont mises à émettre des obligations pour accroître leurs ressources et leur capacité de prêt. Le plus souvent, les banques font de la transformation d'échéance : leurs crédits sont effectués à des échéances plus longues que leurs ressources. Du fait de cette asymétrie entre la durée de leurs ressources et celle de leurs emplois, le système bancaire est fragile et instable, car dépendant de la stabilité des dépôts, et donc de la confiance des déposants. Ce qui explique pourquoi, afin d'assurer la stabilité du système bancaire, des règles et des institutions ont été créées dans la plupart des pays, telles que la garantie des dépôts, la

fonction de prêteur en dernier ressort et la supervision prudentielle (cf. encadré).

À la différence du système bancaire traditionnel, le *shadow banking system* se compose de tous les acteurs impliqués dans des opérations de crédit à fort effet de levier (cf. encadré) et qui n'ont pas directement accès à une assurance de dépôts ni au refinancement des banques centrales. Ces acteurs financiers ne sont pas soumis à la supervision prudentielle édictée par le Comité de Bâle. Participent au *shadow banking system* les banques d'investissement, les fonds spéculatifs (*hedge funds*), les fonds d'investissement (fonds mutuels, fonds de pension, sociétés d'assurance), les fonds de *private equity* et les véhicules spéciaux d'investissement (cf. encadré).

Les facteurs à l'origine du *shadow banking system*

Deux changements majeurs ont bouleversé le métier de banquier traditionnel depuis les années 1980, ouvrant la voie au *shadow banking system*.

Le développement des marchés de gré à gré

Le premier changement est venu des politiques de libéralisation financière menées dans la plupart des pays avancés puis émergents à partir des années 1980. Les gouvernements et les autorités de supervision et de régulation ont décidé de promouvoir des politiques de laisser-faire à l'égard des acteurs financiers. Ces politiques étaient fondées sur la croyance en l'autorégulation

DÉFINITIONS

Effet de levier

L'effet de levier désigne le fait d'accroître la rentabilité d'un investissement par un recours à l'endettement : en effet, l'endettement accroît mécaniquement la rentabilité des fonds propres. Cela ne vaut évidemment que si le taux d'intérêt est plus faible que le taux de rentabilité du capital. Sinon, l'effet de levier se transforme en effet de massue.

Intermédiation financière

L'intermédiation financière consiste à réaliser « l'interface » entre les épargnants et les emprunteurs en transformant l'échéance et le risque des titres et des créances afin d'ajuster au mieux leurs besoins, généralement différents. Les premiers souhaitent en général une épargne peu risquée et disponible à court terme tandis que les seconds entreprennent des projets risqués nécessitant des crédits à long terme.

Private equity

Les fonds de *private equity* ou de capital-investissement sont spécialisés dans l'achat et la renvente d'actifs des sociétés non cotées en bourse. Il s'agit donc d'investissements plus risqués et moins réglementés que les investissement traditionnels.

Supervision prudentielle

Ensemble des dispositifs nationaux et internationaux destinés à maintenir la stabilité du système bancaire et financier. En font notamment partie les règles édictées par le Comité de Bâle, qui imposent aux banques une gestion préventive de leurs différents risques. Celles-ci doivent en effet respecter un ratio de fonds propres (le rapport entre les risques et les fonds propres ne doit pas excéder un certain seuil) (1).

Véhicules spéciaux d'investissement

Entités juridiques *ad hoc* destinées à recevoir ou acquérir des actifs financés avec un recours plus ou moins grand à l'endettement.

Négociation pour compte propre

Les banques négocient pour compte propre lorsqu'elles se livrent à des opérations sur les marchés financiers dans le seul but de réaliser des bénéfices pour elles-mêmes et non dans l'intérêt de leurs clients.

(1) Voir sur ce point l'encadré de Jézabel Couppey-Soubeyran p. 45.

des marchés et en la capacité des acteurs financiers de s'autocontrôler[3]. C'est ainsi que les autorités ont laissé se développer des marchés de gré à gré qui, à la différence des marchés organisés, fonctionnent d'une manière totalement opaque et donc incontrôlable, et sont caractérisés par l'absence de chambres de compensation et de règles communes à l'ensemble des opérateurs de marché. Les opérations sur produits dérivés réalisées sur des marchés de gré à gré non régulés ont permis aux institutions financières de bénéficier d'effets de levier importants. Sur ces marchés, les institutions financières ont la possibilité de se couvrir contre les risques de taux d'intérêt et de taux de change, mais aussi de spéculer avec un paiement initial faible, voire nul.

Un nouveau modèle d'intermédiation bancaire

Le deuxième bouleversement concerne les modalités de l'intermédiation bancaire. Soumises à la double pression des exigences de rendement des actionnaires et des normes de supervision prudentielle, les banques ont cherché à accroître et à diversifier leur offre de financement. Pour atteindre cet objectif, ces dernières ont développé deux axes stratégiques. Elles ont mis en œuvre une nouvelle forme d'intermédiation, qualifiée d'intermédiation de marché, fondée sur une activité intense sur les marchés financiers. Une part croissante des résultats bancaires provient désormais des opérations de marché. En second lieu, pour satisfaire les exigences prudentielles, et en particulier le ratio de fonds propres (cf. encadré), les banques ont cherché à sortir de leurs bilans une partie de leurs actifs et de leurs risques. Cette stratégie a conduit les banques à un usage massif des produits dérivés et surtout de la titrisation des créances. Innovation financière majeure, la titrisation consiste à transformer des crédits bancaires en titres négociables pour les vendre à des investisseurs, ce qui permet de transférer du crédit, et donc des risques, du bilan des banques vers celui d'institutions non bancaires. Les banques se sont ainsi éloignées du modèle d'intermédiation traditionnel, dénommé *originate to hold*, dans lequel elles accordent des crédits et les gardent dans leur bilan jusqu'à l'échéance en contrôlant la qualité et les résultats de l'emprunteur. La titrisation a favorisé l'adoption d'un modèle nouveau (*originate to repackage and sell)*, dans lequel les banques continuent certes d'accorder des crédits, mais avec l'idée de les restructurer et de les vendre au plus vite. Dans ce modèle, les banques ne remplissent plus leurs fonctions traditionnelles – financer l'économie et contrôler les risques – qui sont transférées à des acteurs non bancaires.

Cette nouvelle forme d'intermédiation a donné naissance à une véritable industrie financière, qui constitue le cœur du *shadow banking system*. Les banques ont commencé par regrouper (*repackage*) les crédits titrisés et ont émis des obligations adossées à ces actifs, dénommées *collateralized debt obligations* (CDO). Ces « produits structurés » sont divisés en tranches ayant des risques et des rendements différents et sont évalués par les agences de notation. Les acteurs les plus actifs dans cette industrie financière ont été les banques d'investissement états-uniennes, telles Goldman Sachs, Bear Sterns et Lehman Brothers. À l'autre bout de la chaîne, les produits structurés sont achetés par des investisseurs ; les tranches les plus risquées sont acquises par les « véhicules spéciaux d'investissement » (VSI) – *Special Investment Vehicles* – et les fonds spéculatifs (*hedge funds*). N'ayant pas la possibilité de collecter des dépôts, à la différence des banques, ces acteurs financiers se financent en émettant des titres de créance, des billets de trésorerie (*commercial paper*) acquis par les *money market funds* (l'équivalent des fonds communs de placement monétaires français). Comme ils ne peuvent pas créer de la monnaie en octroyant des crédits, ces acteurs financiers ont utilisé les ressources financières ainsi obtenues sur le marché pour se porter contrepartie des banques, soit en leur vendant de la protection sur les marchés de produits dérivés, soit en achetant aux banques les produits structurés adossés sur les créances bancaires (CDO). Se comportant comme des « quasi-banques », ces acteurs financiers lèvent des ressources à court terme pour financer des créances à long terme[4].

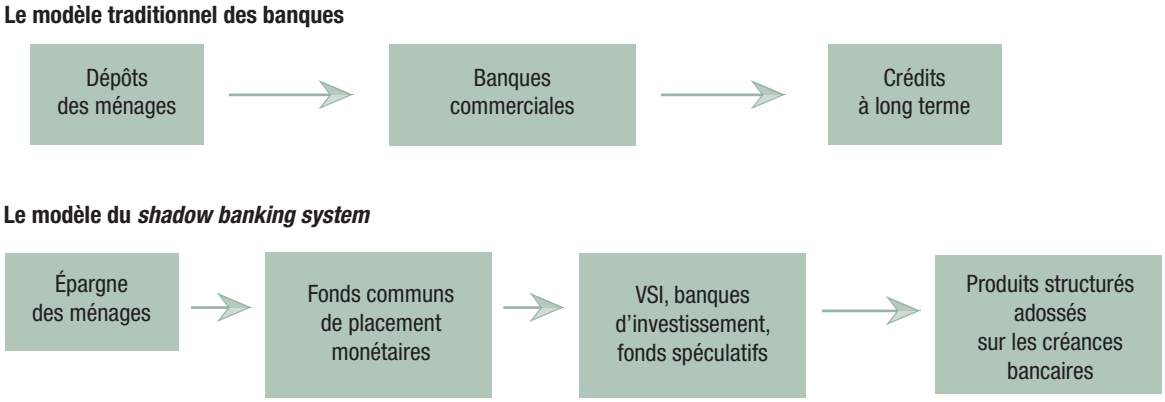
En fin de compte, le système bancaire traditionnel et le *shadow banking system* représentent deux formes d'intermédiation différentes. La première – *originate to hold* – correspond à un circuit court dans lequel les banques collectent des dépôts qu'elles transforment en crédits à long terme dont elles contrôlent et assument les risques. Le *shadow banking system – originate,*

(3) Pour un complément sur la déréglementation et l'émergence du *shadow banking* aux États-Unis, cf. Jeffers E. et Pollin J-P. (2012), « Déréglementation bancaire des années 1980 et crise financière, *Revue d'économie financière* n° 105.

(4) Guttmann R. et Plihon D. (2010), « Consumer debt at the center of finance-led capitalism », *International Review of Applied Economics*, vol. 24, n° 3.

repackage, sell – correspond pour sa part à un circuit long et fait intervenir une chaîne d'intermédiaires non bancaires qui se substitue, et fonctionne en parallèle aux banques traditionnelles, réduites à de simples courtiers, et ne remplissant plus leur fonction de financement et de gestion des risques (schéma 1).

Schéma 1. **Deux modèles d'intermédiation financière**


Le modèle traditionnel des banques
Dépôts des ménages
Banques commerciales
Crédits à long terme
Le modèle du *shadow banking system*
Épargne des ménages
Fonds communs de placement monétaires
VSI, banques d'investissement, fonds spéculatifs
Produits structurés adossés sur les créances bancaires

Le système financier complexe qui s'est mis en place est un facteur important de risque systémique, pour deux raisons. Premièrement, les institutions financières parallèles au système bancaire traditionnel remplissent des fonctions voisines de celles des banques, tout en échappant à la surveillance des autorités bancaires et n'appliquant pas les règles prudentielles, notamment en matière de fonds propres.

En second lieu, les banques traditionnelles ont cru s'être débarrassées du risque, en le transférant à d'autres entités moins surveillées. En réalité, les mécanismes de la finance parallèle ne leur ont pas permis d'être épargnées par la crise. Elles qui croyaient s'être défaites des crédits risqués ont été obligées d'en assumer une partie, soit en raison des mécanismes juridiques de garantie des véhicules, soit par la détention de tranches de ces véhicules, en raison de l'interconnexion des marchés et de l'interdépendance des acteurs financiers.

Le rôle des agences de notation

Il faut mentionner une autre catégorie d'acteurs jouant un rôle essentiel dans le *shadow banking system* : les agences de notation, dont les deux plus importantes, Moody's et Standard & Poor's, sont états-uniennes. Par leur notation des produits structurés adossés aux actifs bancaires, ces agences ont grandement contribué à l'essor de l'industrie financière du *shadow banking system*. En attribuant d'excellentes notations aux produits structurés, elles ont contribué au mythe selon lequel les créances bancaires pouvaient être négociées sans risques sur des marchés secondaires. Dans le même temps, les agences de notation se caractérisaient par de sérieux conflits d'intérêt dans la mesure où une part substantielle de leurs profits provenait des commissions perçues à l'occasion de ces notations.

Le *shadow banking system*, rouage majeur de la finance globalisée

Au départ, le *shadow banking system* s'est développé aux États-Unis à partir des années 1990. Mais très rapidement, les banques européennes ont joué un rôle majeur dans ce réseau financier qui est ainsi devenu un mécanisme essentiel de la finance globale. Le Conseil de stabilité financière a tenté de mesurer la taille globale du *shadow banking system* mondial à partir des actifs des « autres intermédiaires financiers » non bancaires[5]. Ces estimations aboutissent à deux conclusions importantes et plutôt surprenantes. Première conclusion : la crise financière n'a pas provoqué de diminution de la taille du *shadow banking system* international. Après avoir fortement augmenté au début des années 2000, passant de 26 trillions de dollars en 2002 à 62 trillions en 2007, il a connu une légère diminution en 2008 ; mais il

(5) Financial Stability Board (2011), « Shadow banking system – Scoping the issues ».

représente 67 trillions de dollars en 2011, soit plus qu'à la veille de la crise. Seconde conclusion : en 2011, le *shadow banking system* de la zone euro était de taille équivalente (22 trillions de dollars) à celui des États-Unis (23 trillions de dollars). Et si l'on prend en compte le système bancaire parallèle du Royaume-Uni (9 trillions de dollars), l'Europe pèse plus lourd (31 trillions de dollars) que les États-Unis dans le *shadow banking system* mondial !

Les banques européennes au cœur du *shadow banking system* mondial

Des travaux récents ont montré la participation active des banques européennes au *shadow banking system* états-unien, conduisant à une interconnexion étroite de part et d'autre de l'Atlantique[6]. Les grandes banques européennes, telles que UBS, Deutsche Bank, BNP-Paribas et Barclays ont été aussi actives que les banques américaines Citigroup, Goldman Sachs ou Morgan Stanley dans le système bancaire parallèlle, opérant à partir de leurs filiales à Londres et New York. Ainsi que l'illustre le schéma 2, les banques européennes ont tiré avantage des conditions monétaires très favorables aux États-Unis pour lever des fonds en dollars auprès des *money market funds* (MMF). Ces dernières ont ensuite prêté massivement aux intermédiaires financiers non bancaires en leur achetant les produits structurés adossés aux créances hypothécaires sur les ménages états-uniens. En menant ces opérations, les banques européennes ont largement contribué à l'internationalisation de la chaîne de crédit du *shadow banking system*.

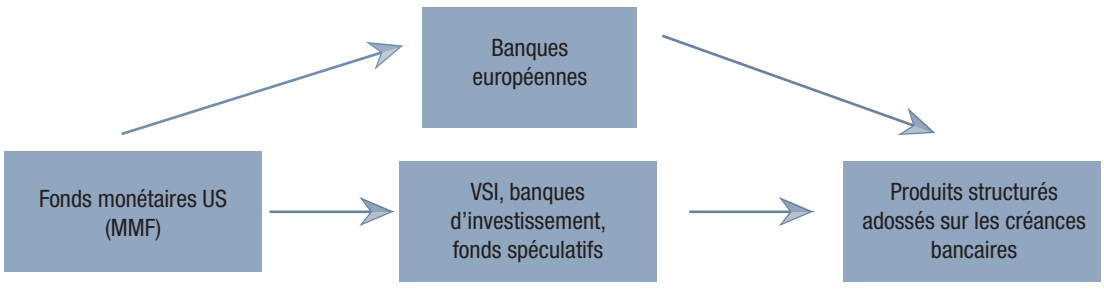
En aout 2011, pris de peur, les fonds monétaires américains (MMF) ont réduit brutalement et de façon significative leur exposition à la zone euro et notamment aux banques européennes les plus interdépendantes de la Grèce, provoquant de sérieuses difficultés aux plus grandes banques françaises. Depuis l'été 2012 ces MMF sont revenus dans la zone euro et, selon l'agence financière Bloomberg, les banques françaises (Société Générale, BNP-Paribas et Crédit Agricole SA) sont leurs débiteurs les plus importants en Europe.

Les banques universelles françaises particulièrement actives

Le modèle bancaire dominant en Europe est depuis longtemps celui de la banque universelle, c'est-à-dire de banques multispécialisées, actives sur les principaux métiers de la finance : la banque, l'assurance et les opérations de marché. C'est là une différence importante avec les États-Unis où la législation (*Glass-Steagall Act*, 1933) avait organisé la spécialisation des banques en séparant les banques de dépôt des banques d'investissement. Cette séparation a été abolie en 1999 (*Gramm-Leach-Bliley Act*), donnant naissance récemment à des banques universelles telles que Citigroup. Les banques européennes, à la fois banques de détail et d'investissement, ont intégré dans leur périmètre des opérations de *shadow banking*. De ce point de vue, les banques françaises sont emblématiques. Elles contrôlent la grande majorité des fonds d'investissement mutuels (OPCVM) sur le marché domestique, mais ont également créé de nombreux fonds spéculatifs, dénommés « fonds alternatifs ». Ces derniers ont acquis des produits structurés et à haut risque en étant directement financés par les ressources collectées par leurs groupes bancaires (notamment les dépôts des particuliers), et en bénéficiant du refinancement de la BCE. Ainsi, du fait de l'absence de séparation entre activités de banque commerciale et de banque d'investissement, l'activité de *shadow banking* est logée au cœur même des banques

(6) Shin H. S. (2011), « Global Banking Glut and risk Premium », 12th Jacques Polack Annual Research Conference, 10-11 novembre.

Schéma 2. **Les banques européennes interconnectées au *shadow banking system* américain**


Banques européennes
Fonds monétaires US (MMF)
VSI, banques d'investissement, fonds spéculatifs
Produits structurés adossés sur les créances bancaires

universelles européennes, ce qui est une source majeure de fragilité. De fait, les grandes banques européennes ont subi d'importantes pertes à l'occasion de la crise des *subprimes*. Ainsi, le groupe français Banques Populaires & Caisses d'épargne (BPCE) a accumulé des pertes de l'ordre de 5 milliards d'euros à la suite de la dévalorisation brutale des actifs structurés, devenus « actifs toxiques » achetés par Natixis, banque d'investissement du groupe, sur le marché des États-Unis.

Effondrement du *shadow banking system* et crise financière internationale

La crise financière qui débute à l'été 2007 aux États-Unis va révéler que le *shadow banking system* est le maillon faible du système financier international. Les mécanismes à l'origine de la crise des *subprimes* sont bien connus (7). Le déclenchement de la crise est lié au changement de cap de la politique monétaire américaine destiné à lutter contre la bulle immobilière. La hausse des taux d'intérêt entraîne une augmentation des défauts de paiement des ménages. Dans un épisode de crise de crédit traditionnelle, les banques enregistrent des pertes, se refinancent à court terme auprès de la banque centrale et se recapitalisent en faisant appel aux investisseurs. Mais, dans la mesure où les créances bancaires avaient été transférées au système bancaire parallèle pour être transformées en produits structurés puis revendues à des investisseurs aux États-Unis et dans le monde entier, la crise a pris une tout autre dimension et s'est propagée à l'échelle internationale. Un des premiers signaux de la crise est envoyé le 9 août 2007 par BNP-Paribas qui suspend deux de ses fonds d'investissement, ces derniers se déclarant incapables de valoriser les produits structurés acquis sur le marché américain. La crise s'accélère en 2008 avec la défaillance en chaîne de nombreux *hedge funds* et des grandes banques d'investissement, qui sont les principaux acteurs du *shadow banking system*. En mars, le fonds spéculatif Carlyle Capital fait défaut sur 16,6 milliards de dettes et entraîne dans sa chute la banque d'investissement américaine Bear Stearns, l'un de ses principaux créanciers. En septembre, deux autres banques d'investissement, Merrill Lynch et Lehman Brothers, sont à leur tour au bord de la faillite. Alors que Bear Sterns et Merrill Lynch sont rachetées respectivement par JP Morgan et Bank of America avec l'aide du Trésor américain,

(7) Cf. Couderc N. et Montel-Dumont O. (2009), *Des* subprimes *à la récession – Comprendre la crise*, Paris, La Documentation française et Couderc N. et Montel-Dumont O. (2012), « Les mécanismes de la Grande Récession », *Problèmes économiques* HS n° 2, *Comprendre les crises économiques*, Paris, La Documentation française.

Lehman Brothers fait faillite le 15 septembre 2008. Cette faillite pousse le n°1 de l'assurance mondiale, AIG (American International Group), au bord de la faillite, ce dernier n'étant pas en mesure d'honorer les protections contre le risque de crédit sur les obligations Lehman Brothers vendues à hauteur de 460 milliards de dollars à des banques, dont la Société Générale française… Victimes de la panique, les deux banques d'investissement américaines indépendantes, Goldman Sachs et Morgan Stanley, doivent se transformer en banques commerciales pour avoir accès aux liquidités de la Réserve fédérale, offertes exclusivement aux banques ayant ce statut. Les défaillances bancaires se multiplient également sur le continent européen, touchant notamment Northern Rock au Royaume-Uni, Fortis en Belgique, la banque franco-belge Dexia, qui se sont toutes livrées à une surconsommation de produits structurés. Fin 2008, les pertes bancaires étaient estimées à 700 milliards de dollars, les cours boursiers des principales places financières avaient chuté de 50 %. Malgré les plans de sauvetage bancaires et les politiques de relance décidés par les gouvernements, et qui ont été à l'origine d'une hausse brutale des dettes publiques, la récession s'est installée en 2009 dans les pays développés et a touché certains pays émergents. En 2013, l'onde de choc de la crise financière continue de se faire sentir dans l'ensemble de l'économie mondiale.

Quelle régulation pour le *shadow banking system* ?

Le développement incontrôlé du *shadow banking system* consacre l'échec des politiques de régulation financière menées depuis les années 1980, qui sont fondées sur la doctrine du laisser-faire et la croyance en l'autorégulation et l'efficience du système financier. Constatant leur échec, les autorités publiques des pays avancés ont mis en œuvre des réformes financières pour tenter de reprendre la main[8]. Il est désormais admis que l'on ne peut laisser sans régulation un pan entier du système financier qui menace la stabilité du système bancaire, comme l'a illustré la crise récente.

Les réformes nationales et européennes

L'administration américaine a fait voter le *Dodd and Frank Act* (juillet 2010) qui comporte des mesures destinées à limiter la prise de risque des banques commerciales et en particulier leurs relations avec les acteurs du *shadow banking system*. On peut citer, parmi elles, l'interdiction de la négociation pour compte propre (cf. encadré), la limitation des participations dans les fonds spéculatifs à 3 % des fonds propres et la filialisation des activités sur les marchés de produits dérivés de gré à gré.

Les autorités britanniques ont adopté de leur côté le dispositif proposé par la commission Vickers qui consiste à sanctuariser les activités de banque de détail au sein des groupes bancaires, dans le but de les protéger des risques liés à l'activité de banque d'investissement.

Enfin, la Commission européenne a mis en chantier plusieurs réformes. Une directive publiée en 2010 impose des obligations de transparence aux *hedge funds* en échange d'un « passeport » leur permettant d'être présents dans les 27 pays de l'Union européenne. La directive « MIF » sur les marchés d'instruments financiers, dont l'inspiration libérale avait favorisé le développement des marchés de gré à gré non contrôlés, a été réformée en 2011 pour rendre obligatoire la négociation des instruments dérivés sur des plateformes organisées. Par ailleurs, le rapport Liikanen, commandé par la Commission, a rendu en 2012 des propositions pour segmenter les activités bancaires, notamment par la création d'entités juridiques séparées au sein des groupes bancaires afin d'isoler les activités spéculatives et à risque.

Les évolutions de la gouvernance mondiale

À l'échelon international, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a publié en 2011 un nouveau référentiel, « Bâle 3 », qui renforce les exigences de fonds propres des banques, met en place des ratios de liquidité qui les obligent à détenir des ressources liquides, et pose une limite au levier de crédit[9]. Par ailleurs, il est prévu que les banques soient amenées à garder dans leurs bilans 5 % du montant des crédits titrisés, ce qui est supposé les rendre plus prudentes dans la distribution des crédits qui seront vendus par la technique de titrisation.

(8) Plihon D. (2010), « La réforme de la régulation financière », *Cahiers français* n° 359, Paris, La Documentation française, novembre-décembre.

(9) Sur les accords de Bâle 3, voir dans ce même numéro l'article de jézabel Couppey-Soubeyran, p. 43.

Enfin, à la demande du G20, le Conseil de stabilité financière a présenté un ensemble de recommandations destinées à renforcer les exigences prudentielles imposées aux SIFIs (institutions financières à caractère systémique), groupes bancaires ayant deux caractéristiques : une grande taille et une forte interconnexion – source de risque systémique – avec d'autres acteurs financiers, tels que des banques d'investissement, des fonds spéculatifs, etc. Au niveau mondial, vingt-neuf SIFIs ont été dénombrées, dont quatre sont françaises : BNP-Paribas, Société Générale, Crédit Agricole et BPCE.

La plupart de ces réformes financières vont dans le bon sens dans la mesure où elles tentent de réguler les différents acteurs du *shadow banking system*. Mais il est clair qu'elles ne vont pas assez loin. Ainsi, aucune des mesures prises n'organise une stricte séparation entre, d'une part, les activités bancaires traditionnelles et, d'autre part, les activités à haut risque de nature largement spéculative réalisées par les acteurs du *shadow banking system*, en particulier les banques d'investissement et les fonds spéculatifs. Cette question de la séparation se pose avec acuité en Europe où coexistent sans véritable cloisonnement ces différentes activités au sein de banques universelles.

Faudra-t-il une nouvelle crise financière internationale pour que s'impose cette nécessaire réforme ?

LES PARADIS FISCAUX

Les paradis fiscaux, par lesquels transitent dans l'opacité près de 50 % des flux internationaux de capitaux, sont un des rouages de la finance de l'ombre. Selon l'OCDE, quatre critères permettent de les définir :

- une fiscalité faible ou nulle ;
- le secret bancaire et une absence de transparence ;
- l'absence d'échanges d'information avec les pays tiers ;
- l'absence d'activité économique réelle.

Selon ces critères, une centaine de paradis fiscaux sont recensés dans le monde, dont certains sont exotiques (Îles Caïmans, Bermudes) mais d'autres – une dizaine – sont dans l'Union européenne : les principautés de Monaco, d'Andorre et du Lichtenstein, le Luxembourg, les Îles anglo-normandes, l'Irlande, la Lettonie, Chypre, Malte. Il n'existe pas de définition consensuelle des paradis fiscaux car ceux-ci ont des activités différentes : concurrence fiscale, secret bancaire, blanchiment de l'argent sale. Les experts identifient assez bien les caractéristiques des paradis fiscaux européens. Certains attirent les multinationales par un taux d'imposition sur les sociétés défiant toute concurrence. C'est le cas de l'Irlande où le taux d'impôt sur les sociétés est de 12,5 %, contre plus de 34 % en France. D'autres sont des paradis réglementaires, comme les Pays-Bas où la création de sociétés *holdings* opaques est aisée. Il y a aussi les paradis bancaires, tels que la Suisse et l'Autriche, où le secret bancaire permet aux particuliers et aux entreprises d'échapper aux contrôles fiscaux de leur pays d'origine. La *City* de Londres est le plus grand paradis fiscal car elle est au centre d'un réseau mondial de paradis fiscaux, anciennes colonies de la Couronne (Îles Caïman, Gibraltar, Hongkong, Dubaï…), ce qui lui permet d'abriter 55 % des dépôts *offshore* (extra-territoriaux) [1].

Esther Jeffers et Dominique Plihon

(1) Shaxson N. (2011), *Treasure Islands: Tax Havens and the Men who Stole the World,* Londres, The Bodley Head.

LES NOUVELLES RÉGLEMENTATIONS RISQUENT-ELLES DE FREINER L'INNOVATION FINANCIÈRE ?

Claire Célérier
Université de Zurich, Institute for Banking and Finance

Boris Vallée
Économiste à HEC Paris

Dans le contexte actuel, les innovations financières sont associées à l'instabilité et aux désordres économiques. Pourtant, elles peuvent aussi favoriser la prospérité si elles permettent un financement de l'économie plus efficace et offrent une meilleure protection contre les risques. La nouvelle réglementation financière élaborée à la suite de la crise est-elle susceptible de freiner l'innovation financière et de peser par conséquent sur la croissance ? Après avoir expliqué par quels biais la réglementation peut s'opposer à l'innovation, Claire Célérier et Boris Vallée montrent que les mesures récentes sont suffisamment circonscrites pour ne pas produire un tel effet.

C. F.

La finance est présente dans toute activité de production – par le financement de l'investissement –, de consommation – par les moyens de transaction – et de partage de risque – par les produits d'assurance –. L'innovation financière constitue donc un moteur potentiel de croissance, en facilitant ces activités au cœur de la vie économique. Elle a d'ailleurs joué un rôle essentiel dans l'histoire du développement. Ainsi, l'urbanisation, la spécialisation et le partage des tâches en Mésopotamie au VII^e^ siècle avant notre ère n'ont été possibles que grâce à l'introduction de la monnaie, qui a permis de surmonter les limites du troc. Au XIII^e^ siècle, le financement de l'économie et des guerres, en Chine, a été facilité par l'introduction des premiers billets, ou monnaie papier. Enfin, c'est grâce à l'essor des banques au XVII^e^ siècle que Florence et Gênes ont connu une expansion importante de leur activité commerciale. L'ouverture de compte et la collecte des dépôts ont en effet facilité les transactions et permis aux marchands de ne plus transporter d'importantes sommes d'argent. Plus récemment, le microcrédit, inventé par Mohammed Yunus, Prix Nobel de la paix, a permis à des millions de personnes d'accéder à des services bancaires et de développer une activité économique.

Les innovations financières peuvent prendre de multiples formes : introduction de nouveaux moyens de transaction (de la monnaie plusieurs siècles avant notre ère au paiement par téléphone mobile au XXI^e^ siècle), de produits financiers (des simples actions aux « obligations catastrophes », de nouveaux services (de la banque de dépôt au XVII^e^ siècle à la banque par internet aujourd'hui), de nouveaux modes de production (*Crédit Scoring*[1], structuration et méthode de valorisation), ou de nouvelles institutions (capital-investissement, *hedge funds*, fonds communs de créances).

(1) Évaluation de risque de crédit.

Les dernières décennies ont connu un essor considérable des innovations financières – Tufano (2003) compte ainsi l'introduction de 1 836 titres distincts de 1980 à 2001 –, mais celles-ci sont plutôt associées à des désordres économiques qu'à la croissance. Ainsi, plusieurs innovations des années 2000, en particulier la titrisation et les CDS[2], sont citées comme responsables de la crise financière et économique que nous traversons.

La récente vague de réglementations mises en œuvre sur les principales places financières en Europe, mais aussi aux États-Unis, contraindra-t-elle l'innovation financière ? Permettra-t-elle de mieux l'encadrer en s'assurant de l'utilité économique et sociale de chaque nouvelle innovation ? À l'inverse, ces nouvelles règles limiteront-elles la capacité novatrice des institutions financières, pesant ainsi sur la croissance mondiale et nuisant à la compétitivité de certaines régions ?

Un excès de régulation peut contraindre l'innovation financière

La crise financière a conduit les pouvoirs politiques à mettre en place de nouvelles réglementations financières. Si une partie d'entre elles ont clairement pour objectif de limiter certaines innovations, toutes peuvent avoir sur elles un impact, plus ou moins direct.

Les nouvelles réglementations

La réglementation bancaire

Les nouvelles réglementations[3] concernent en premier lieu le contrôle micro-prudentiel des banques par des ratios comptables et financiers que les banques doivent respecter. Jusqu'en 2012, l'activité des banques était régie par les accords de Bâle 2 : pour l'essentiel, des ratios de solvabilité les contraignaient de conserver dans leur bilan (c'est-à-dire de ne pas prêter) une partie de leurs actifs, afin de pouvoir faire face à des crises de liquidité ou de solvabilité de leurs emprunteurs. Les accords de Bâle 3, publiés le 16 décembre 2010, revoient à la hausse ces ratios prudentiels, et en établissent de nouveaux destinés à prendre en compte le risque de liquidité, augmentant ainsi le coût du capital des banques[4].

La mauvaise maîtrise des risques de la part des banques avant la crise financière de 2007-2008, ainsi que le coût excessif de leur sauvetage[5], ont posé la question du concept de « *too big to fail* », et de la façon dont la séparation des activités bancaires peut éventuellement y remédier. Ce concept décrit la situation des institutions financières dont la taille est telle que leur faillite pourrait conduire à un effondrement du système financier, très coûteux pour l'économie, contraignant l'État à les sauver quelle que soit leur responsabilité dans les difficultés rencontrées[6]. Cette garantie implicite aurait contribué à inciter les banques à augmenter leur prise de risque avant la crise, puisqu'il semblait inconcevable aux créanciers, actionnaires et clients, que les États les laissent faire faillite. Par ailleurs, la taille excessive des institutions financières pose également la question de leur complexité et de l'opacité de leur organisation et de leur bilan. Les États-Unis, le Royaume-Uni et la Commission européenne ont entamé une réflexion sur la séparation des activités bancaires dans le cadre respectivement de la *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (juillet 2010), du rapport Vickers (septembre 2011) et du rapport Liikanen (octobre 2012).

La réglementation des transactions financières

Les nouvelles réglementations concernent également les transactions financières et la protection des investisseurs particuliers. En Europe, la directive relative aux marchés d'instruments financiers (MIF), publiée en avril 2004, avait pour objectif d'une part d'améliorer la concurrence entre les places financières européennes et l'offre de services d'investissement ; et d'autre part d'améliorer la protection des investisseurs particuliers en les informant davantage et en adaptant l'offre de produits financiers à leur niveau de compétence. Le projet de réforme de cette directive, dans le cadre des propositions de MIF 2 publiées fin 2011 par la Commission européenne, consiste en une directive et un règlement qui visent à rendre les marchés financiers plus transparents, et à renforcer la protection des investisseurs. Cette version révisée va faire entrer un nouveau type de plateforme de négociation dans le cadre réglementaire : les systèmes organisés de négociation. Il s'agit de cen-

(2) *Credit Default Swaps*. Il s'agit de produits dérivés octroyant une rémunération en cas de défaut sur des obligations.

(3) Pour plus de détails sur les nouvelles réglementations, voir dans ce même numéro l'article d'Yves Jégourel, p. 31.

(4) Sur les accords de Bâle, voir dans ce même numéro l'article de Jézabel Couppey-Soubeyran, p. 43.

(5) Selon Michel Barnier, Commissaire au marché intérieur, « entre octobre 2008 et octobre 2011, la Commission européenne a approuvé environ 4 500 milliards d'euros d'aides d'État en faveur des établissements financiers, ce qui équivaut à 37 % du PIB de l'UE. Si elles ont permis d'éviter des faillites bancaires et une désorganisation économique à grande échelle, ces mesures ont pesé sur le contribuable et grevé lourdement les finances publiques ».

(6) L'effet de la faillite de Lehman Brothers a rendu plus réelle encore cette contrainte.

traliser les opérations financières non régulées sur des plateformes organisées de négociation qui respecteront des règles de transparence. Il est également prévu que tous les opérateurs qui effectuent du *trading* à haute fréquence fassent l'objet d'une régulation appropriée. Enfin, sur la base de l'ensemble de règles déjà en vigueur, la MIF révisée définit des exigences plus strictes pour la gestion de portefeuille, le conseil en investissement et les offres de produits financiers complexes, tels que les produits structurés. Afin de prévenir tout conflit d'intérêts, les conseillers indépendants et gestionnaires de portefeuilles n'auront pas le droit de recevoir des paiements (ou d'autres avantages économiques) de la part de tiers, ni d'en fournir à des tiers.

L'encadrement des ventes à découvert de produits dérivés

Enfin, les nouvelles régulations encadrent les activités de vente à découvert et les CDS non couverts, ou « nus », c'est-à-dire détenus sans l'obligation dont ils sont dérivés[7]. Ce type d'opérations a été remis en cause avec la crise économique du fait du manque de transparence sur l'exposition des investisseurs, du risque de spéculation à la baisse sur le prix des actifs, et du risque de défaut. La Commission européenne prévoit dans la nouvelle réglementation de contraindre les investisseurs à déclarer leur exposition à découvert, d'interdire l'achat de CDS sans détenir l'actif sous-jacent et de limiter les ventes à découvert sur les titres de dette souverains.

Impact des réglementations sur l'innovation financière

La réglementation financière peut restreindre l'innovation pour plusieurs raisons.

La première découle directement de l'interdiction de certaines activités et de certains types de produits. Ainsi, en limitant le cadre d'exécution de la vente à découvert ou de l'utilisation des CDS, la réglementation réduit intrinsèquement le potentiel d'innovation lié à ces instruments.

Deuxièmement, en augmentant les contraintes de développement d'un produit d'investissement, avec par exemple la mise en place d'un visa pour les produits destinés aux particuliers, la réglementation financière augmente les coûts de développement de l'innovation, à la manière de l'industrie pharmaceutique dont la lourdeur des tests cliniques est régulièrement pointée du doigt comme un frein à la capacité innovatrice.

(7) Sur ce point voir dans ce même numéro l'article de Christophe Boucher, p. 14.

Ensuite, une régulation accrue peut conduire à une restriction de la concurrence. Le renforcement des règles prudentielles rend plus difficile l'entrée de nouvelles institutions financières et contribue à figer la structure du marché. Or, la concurrence diminue les rentes de situation et pousse ainsi les acteurs économiques à innover afin de s'en extraire en créant un avantage compétitif sur un nouveau produit. Aghion *et al.* (2005) montrent ainsi que, dans les marchés où les entreprises sont technologiquement de niveau équivalent, comme c'est le cas dans l'industrie financière, une hausse de la concurrence s'accompagne d'une hausse de l'innovation.

De la même manière, la régulation accrue des opérations d'échange de titres, en imposant qu'elles se fassent sur des plateformes régulées où les prix et volumes de transaction sont transparents, plutôt que sur des plateformes OTC (*Over The Counter*, c'est-à-dire de gré à gré), diminue certes les risques de défaut, mais peut également réduire l'avantage concurrentiel de l'innovation. L'introduction d'un nouveau produit financier crée une rente d'information pour l'innovateur qui disparaît plus rapidement si elle est dévoilée par la diffusion des informations d'échange. L'incitation à innover est alors plus faible.

Enfin, la réglementation financière peut restreindre le financement de l'innovation. En limitant la taille des organismes bancaires et en diminuant leur rentabilité du fait de contraintes de capitalisation plus importantes, elle limite les effets d'échelle et les sources de financement des coûts fixes liés à la recherche et au développement de l'innovation financière. De nombreuses études montrent que l'innovation financière est concentrée dans les institutions de grande taille (Lerner, 2002, Sullivan, 2000 ; Frame et White, 2001) et à rentabilité élevée.

Alors que la dérégulation financière depuis les années 1980 s'est accompagnée d'une explosion de l'innovation financière sans précédent, le durcissement de la réglementation actuelle peut être comparé à celui qui avait suivi la crise de 1929 et la Seconde Guerre mondiale. Une longue période d'atonie en termes d'innovation avait suivi. Ainsi, dans les années 1960, l'industrie bancaire américaine fonctionnait selon la célèbre règle des « 3-6-3 » : rémunération des dépôts à 3 %, crédits à 6 % et golf à 3 heures de l'après-midi…

Des réglementations qui préservent les moteurs de l'innovation

Les limites des réglementations actuelles

La séparation des activités bancaires prévue par les nouvelles réglementations reste modeste. Le cantonnement prévu dans les projets américains et européens ne devrait concerner qu'un faible volume de l'activité bancaire. En France, le projet de loi ne concernerait que de l'ordre de 1 à 2 % des volumes de transaction, selon les estimations fournies par certains établissements. Le rapport Vickers, le projet le plus ambitieux, ne devrait être appliqué qu'en 2019, laissant du temps au *lobby* financier pour obtenir la révision de son périmètre.

Malgré un important débat sur le concept « *too big too fail* », la taille des banques ne sera pas contrainte par la nouvelle réglementation. Même s'il est indéniable que certaines institutions présentent un réel risque systémique (par exemple les actifs de la BNP représentent 100 % du PIB français), une telle mesure semble difficile à mettre en œuvre dans un environnement mondialisé. Sans coordination internationale, elle risquerait de pénaliser fortement la compétitivité de la zone la mettant en place.

Par ailleurs, les réglementations actuelles encadrent davantage les innovations passées –notamment celles qui ont participé à la crise financière – que les nouvelles. Ainsi, la question du principe de précaution est rarement évoquée en ce qui concerne l'innovation financière, contrairement au domaine de la santé par exemple. Parmi ces nouvelles innovations, on peut citer les *catastrophe bonds*. La crise financière a révélé que les investissements alternatifs, par exemple les *hedge funds*, n'étaient pas aussi « alternatifs » qu'attendu ; leurs performances étaient en fait fortement corrélées au marché des actions. Les institutions financières ont recherché alors de nouveaux types d'actifs, comme ces *catastrophe bonds* qui permettent aux assureurs de se couvrir contre le risque de catastrophe naturelle. Ce risque est *a priori* indépendant des événements boursiers et doit pouvoir permettre une réelle diversification pour un investisseur. Les investisseurs qui détiennent ces titres dédommagent les assurances en cas de perte due à un certain niveau de catastrophe climatique. En contrepartie, ils sont rémunérés à des taux d'intérêt avantageux. Après un ralentissement pendant la crise, ce marché est aujourd'hui très dynamique. Cependant, comme pour les titres de créances, les obligations catastrophes posent la question du transfert du risque et de la légitimité du détenteur final. Le bon fonctionnement du marché repose également sur l'évaluation du risque par les agences de notation. Les

catastrophes naturelles sont difficiles à anticiper et souvent corrélées de façon surprenante. Un surdéveloppement de ce marché couplé à une catastrophe majeure pourrait conduire à l'insolvabilité des fonds investissant dans cette classe d'actif, et par ricochet à la faillite des compagnies d'assurances qui pensaient être protégées.

En résumé, aucune réglementation ne propose actuellement d'encadrer le processus d'innovation financière, par exemple *via* un processus d'accréditation défini pour chaque type d'innovation. C'est ce que proposent Posner et Weyl (2012), de l'université de Chicago : mettre en place l'équivalent de la *Food and Drug Administration*, l'organisme de contrôle des innovations pharmaceutiques et alimentaires aux États-Unis, pour contrôler l'innovation financière.

Les réglementations actuelles ne portent pas atteinte aux principaux moteurs de l'innovation

Parmi les principaux moteurs de l'innovation qui ont été identifiés, on peut citer le rôle des technologies de l'information et de la communication (TIC), qui permettent d'une part de diminuer les coûts de transaction, d'autre part d'améliorer la collecte et l'analyse de l'information. L'innovation dans ce domaine se poursuit encore aujourd'hui, se diffusant largement au domaine de la finance, comme en témoigne le développement de moyens de paiement par internet et téléphones mobiles. Cela se traduit également par une hausse de puissance des outils de calculs et le débit des moyens des connexions, qui permet par exemple le *trading* à haute fréquence.

Les places *off shore*, également surnommées paradis fiscaux par leurs détracteurs, jouent elles aussi un rôle important dans l'innovation, car elles correspondent à des zones à faible régulation permettant l'expérimentation et le développement de produits ou transactions innovants. Ainsi, la plupart des *hedge funds* sont basés juridiquement dans des places *off shore*, telles que les Îles Bahamas. La réglementation actuelle, notamment américaine, ne bouleverse pas le rôle des places *off shore* dans le système financier mondial. Il en va autrement des paradis bancaires (anonymat des dépôts), de plus en plus remis en question du fait de la lutte contre le blanchiment et l'évasion fiscale, comme en témoigne l'inflexion dans la politique suisse en la matière.

Enfin, le changement spectaculaire d'environnement financier suite à la crise sera probablement un moteur important de l'innovation financière dans les années à venir. Chaque changement de régime économique provoque une évolution de la demande de produits financiers. Ainsi, la fin du régime de Bretton Woods des taux de change fixes a entraîné une hausse de la volatilité des prix et donc de la demande d'instruments de partage des risques. De nouveaux produits financiers se sont développés, comme les contrats futurs et les options sur les taux d'intérêt. Dans le contexte actuel, les investisseurs cherchent à se protéger du risque souverain, qui jusque-là était peu pris en compte. En témoigne le développement important des produits financiers qui offrent une couverture ou un rendement plus élevé en cas de défaut sur de la dette souveraine. De la même manière, les corrélations entre les actifs étant plus fortes qu'il n'était attendu, des nouveaux produits « alternatifs » se développent. Ce changement de paradigme contribuera certainement à un dynamisme de l'innovation financière.

Les nouvelles réglementations peuvent au contraire stimuler l'innovation

Kane (1986) définit la dialectique réglementaire comme source majeure d'innovation. Les innovations sont une réponse aux contraintes réglementaires, qui ensuite s'ajustent à ces nouvelles innovations.

Suite à la réglementation européenne sur les ventes à découvert de CDS sur titres souverains, les institutions financières ont réagi rapidement en développant des produits offrant synthétiquement une exposition comparable. Ainsi, des fonds d'investissement « *inverse bonds* » se sont développés. Ces fonds évoluent dans la direction inverse de l'obligation sous-jacente. Il existe même des « double » et « triple » *inverse bonds* dont la performance est multipliée par deux ou trois, à la hausse comme à la baisse. Cela permet aux investisseurs d'être à découvert sur des obligations sans nécessité de déclaration et ce malgré la nouvelle réglementation. Ainsi, la Deutsche Bank a émis en mai 2012 des titres de ce type adossés aux bons du Trésor américain ou aux obligations souveraines britanniques.

De la même manière, la réglementation sur les ratios bancaires a entraîné dans les années 2000 le développement de nouveaux types d'actifs : la dette hybride. Ces titres ont à la fois les caractéristiques de dette et d'action, ce qui permettait aux banques de les comptabiliser dans leurs fonds propres sous la réglementation de Bâle 2. Ils offraient dans le même temps les avantages fiscaux de la dette (déductibilité des intérêts). Ce type d'actifs initialement émis pour une maturité de 7 à 10 ans, pouvait être étendu en une maturité perpétuelle, assurant ainsi une protection

contre le risque de refinancement pour l'émetteur. Avec l'avènement d'une réglementation plus contraignante sur ces titres, ils sont progressivement remplacés par des émissions de *Contingent Convertibles* (Cocos), qui correspondent à des obligations se convertissant automatiquement en actions lorsque la banque est en difficulté. L'objectif est d'assurer un renforcement de la solvabilité des banques afin d'éviter en amont la faillite. Le marché de la dette hybride est un exemple d'un environnement ou chaque nouvelle régulation déclenche une nouvelle vague d'innovations.

Le développement dans les années 2000 du *shadow banking*, ou système bancaire de l'ombre, est également une réponse à la régulation bancaire. Afin de respecter les ratios de solvabilité, les banques ont externalisé le risque de crédit vers des institutions financières qui se financent par l'intermédiaire d'obligations. La part des dettes détenues par ce système bancaire de l'ombre est aujourd'hui équivalente à celle des banques régulées aux États-Unis, et de 30 % en Europe. Le principal intérêt de ces conduits est de ne pas être soumis aux mêmes ratios de liquidité et de solvabilité que les banques traditionnelles, constituant ainsi un mode d'arbitrage réglementaire (Acharya *et al.*, 2010). Lorsque les ratios de solvabilité deviennent plus contraignants, cela augmente les incitations des banques à transférer le risque de crédit, augmentant ainsi la taille du système bancaire « de l'ombre » ainsi que le risque systémique. Un autre exemple de substitut au modèle bancaire traditionnel est le développement des prêts de particulier à particulier (*peer to peer*), comme sur le site internet Prosper.com aux États-Unis. Ces prêts sont parfois intégrés dans des structures de titrisation, comme pour la dette étudiante. Ainsi, l'entreprise SoFi collecte des fonds auprès des anciens élèves d'universités pour prêter aux étudiants actuels, s'appuyant sur l'effet de communauté pour augmenter les chances de remboursement, ce qui permet de diminuer le taux d'intérêt des emprunts.

Enfin, les réglementations sur la transparence des frais sur les produits d'investissement destinés aux particuliers augmentent l'incitation à cacher les commissions dans des structures de produit complexes. Ainsi se sont développés ces dernières années des produits d'investissement avec des sous-jacents de plus en plus complexes, incluant même parfois des indices algorithmiques propriétaires créés par la banque distribuant le produit.

lll

Si la demande sur certains types d'actifs innovants s'est ralentie depuis la crise financière et économique, il s'agit davantage d'un choc de demande que de l'impact des nouvelles régulations. En effet, l'étendue de la nouvelle régulation financière reste pour l'instant relativement restreinte et ne devrait pas avoir d'impact significatif sur l'innovation financière. De plus, l'innovation financière est le plus souvent stimulée par de nouvelles réglementations. Si le but n'est pas de pénaliser l'innovation financière, qui est un facteur important du dynamisme d'une économie, il est important de prendre en compte les problèmes de transparence et de protection du consommateur qu'elle peut générer. La priorité est de trouver un équilibre entre régulation et innovation, afin de s'assurer que cette dernière soit toujours dans l'intérêt du consommateur et de l'économie dans son ensemble. Si les bienfaits de l'innovation sont indéniables à long terme, l'environnement dans lequel elle se produit est primordial pour assurer un bienfait social, et éviter la capture d'une rente de la part d'un des acteurs du système.

BIBLIOGRAPHIE

- **Acharya V., Schnabl P. et Suarez G.** (2013), « Securitization without risk transfer », *Journal of Financial Economics*, vol. 107, n° 3.
- **Aghion P., Bloom N., Blundell R., Griffith R. et Howitt P.** (2005), « Competition and Innovation », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 120.
- **Célérier C. et Vallée B.** (2013), « What drives Financial complexity ? A look into the Retail Market for Structured Products » *Working Paper, Social Science Research Network*.
- **Frame W. et White L.** (2001), « The Effect of Credit Scoring on Small Business Lending », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 33.
- **Kane E.** (1986), *Technology and the Regulation of Financial Markets : Securities, Futures et Banking*, Lexington, Lexington Books.
- **Lerner J.** (2002), « Where Does State Street Lead ? A First Look at Finance Patents, 1971- 2000 », *Journal of Finance*, vol. 57.
- **King R.G. et Levine R** (1993), « Finance and Growth : Schumpeter might be right », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 108.
- **Posner E. et Glen Weyl E.** (2012), « An FDA for Financial Innovation : Applying the Insurable Interest Doctrine to 21st Century Financial Markets », *Northwestern University Law Review*, vol. 107.
- **Rajan R. et Zingales L.** (1998), « Financial Dependence and Growth », *American Economic Review*, vol. 88.
- **Schumpeter J.** (1911), *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*, Berlin, Duncker & Humblot, éd. 2006.
- **Sullivan R.** (2000), « How Has the Adoption of Internet Banking Affected Performance and Risk in Banks ? », *Financial Industry Perspectives*, décembre.
- **Tufano** P. (2003), « Financial Innovation : a Review », *The Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier.

LES PLACES FINANCIÈRES MONDIALES : QUELLES ÉVOLUTIONS ?

Daniel Goyeau
Professeur à l'université de Poitiers, Directeur du CRIEF

Amine Tarazi
Professeur à l'université de Limoges, Directeur du LAPE

Depuis la fin des années 1980, les places financières se transformaient sous l'effet de la concurrence, qui les poussait à se moderniser, fusionner, procéder à des ventes et rachats. La crise a bouleversé ce mouvement en bousculant la géographie des marchés boursiers. Même si les places traditionnelles – New York et Londres notamment – restent prépondérantes, celles des pays émergents ont connu sur la dernière décennie une expansion plus soutenue. C'est particulièrement le cas des places financières chinoises – Shanghai et Hong Kong –. L'écart de dynamique s'est renforcé avec la crise et s'observe aussi bien, comme le montrent Daniel Goyeau et Amine Tarazi, au niveau des capitalisations des bourses que des volumes de transactions effectués.

C. F.

La crise financière globale déclenchée en 2007-2008 a profondément affecté les marchés financiers à l'échelle mondiale. Quoique touchés plus tardivement, les marchés émergents n'y ont pas échappé. Ces transformations succèdent à la dynamique de concurrence qui avait été amorcée à la fin des années 1980 et qui se manifestait par la volonté des places financières d'attirer le plus grand nombre d'émetteurs et d'investisseurs en offrant les meilleurs services et par une liquidité accrue par la baisse des coûts de transaction. Plusieurs éléments du contexte de crise – recul du nombre d'émissions, moindre confiance des investisseurs, réglementation plus stricte des activités financières, nouvelles taxes sur les transactions financières – bouleversent aujourd'hui cette logique. Ils tendent à modifier la géographie des places et marchés financiers à l'échelle internationale avec une avancée importante des places émergentes au détriment de certaines grandes places traditionnelles. Cependant, l'interpénétration des marchés et la concurrence livrée par des bourses, qui sont elles-mêmes des entités cotées dont le capital est mondialement ouvert, compliquent le constat. L'ouverture internationale des marchés fait aussi que de nombreux émetteurs utilisent parallèlement leur marché domestique et des marchés étrangers pour procéder à leurs émissions de titres. Certaines firmes sont ainsi simultanément cotées sur plusieurs places boursières (multi-cotation). De même, les investisseurs de tout horizon sont présents sur des places qui ne sont pas celles de leur résidence. Afin de mesurer ces changements, il est nécessaire de mettre en relief la dynamique dans lesquelles se situent les marchés et places financières internationales depuis une vingtaine d'années.

Des bourses aux places financières

La plupart des métiers de la finance sont réputés à forte valeur ajoutée et à rendements d'échelle élevés. Ils sont donc susceptibles, selon la théorie économique, de bénéficier d'effets d'agglomération. Les gains de proximité qui en résultent fournissent une première explication à la forte concentration des activités de la finance au sein de places financières. Ces dernières correspondent à des espaces sur lesquels gravitent, autour des différents segments d'un marché, l'ensemble des acteurs de la finance, tels que les courtiers, sociétés

de gestion, banques, sociétés d'assurance…). Cette proximité géographique est traditionnellement considérée comme une source d'efficacité, aussi bien pour l'industrie financière en tant que telle que, de façon plus générale, pour l'économie dans son ensemble. Toutefois, les progrès immenses réalisés depuis la fin des années 1980 dans les technologies de l'information et de la communication (TIC) ont bouleversé les liens traditionnellement étroits entre places financières et bourses nationales. Dans un environnement marqué par une harmonisation des dispositifs réglementaires et une concurrence accrue, les bourses ont abandonné leur statut de mutuelle ou de coopérative pour devenir elles-mêmes des sociétés anonymes à l'image des entreprises cotées dont le capital est ouvert. Ces changements impliquaient qu'elles soient fortement compétitives et contraintes d'innover pour réduire leurs coûts tout en offrant des services de qualité. Ils signifiaient également qu'une bourse pouvait à tout moment perdre une partie de sa clientèle d'émetteurs et d'investisseurs attirés par des conditions plus attractives ailleurs. Hormis le fait que ce nouveau statut de société anonyme leur permet de lever les fonds nécessaires à leurs investissements technologiques et à leur développement, il a également enclenché un processus de fusions et de restructurations des marchés boursiers à l'échelle internationale. Désormais cotés en bourse, les marchés boursiers vont eux aussi connaître des vagues d'OPA hostiles ou amicales. Ainsi, les marchés vont se regrouper en dehors de toute logique de proximité géographique sur de stricts critères de création de valeur pour leurs actionnaires privés, en échappant de plus en plus à l'emprise des États. Les bourses vont donc, certes, évoluer dans un cadre réglementaire et juridique propre à chaque pays, mais leur performance n'est désormais plus tributaire du seul dynamisme des entreprises locales.

Dans un tel environnement, les bourses mondiales ont connu une forte croissance de leur capitalisation mais sans forcément en liens étroits avec le développement des entreprises nationales. Elles accueillent des entreprises étrangères qui ont tendance à être présentes et cotées sur plusieurs marchés à la fois (multi-cotation). La baisse des coûts d'introduction et la perspective d'être à proximité d'un plus grand nombre d'investisseurs potentiels expliquent cette évolution des marchés qui, par ailleurs, est censée accroître leur transparence et efficience. Ce mouvement est cependant à mettre en balance avec l'harmonisation des règles comptables et la mobilité accrue du

LES PRINCIPALES ÉTAPES DU RAPPROCHEMENT DES BOURSES

Souvent dotées d'un statut mutualiste, associatif ou public, les bourses se privatisent dans les années 2000 et deviennent elles-mêmes des entreprises cotées, avant de fusionner ou se racheter les unes les autres.
Euronext est créée en 2000 par la fusion des entreprises gérant les bourses de Paris, de Bruxelles et d'Amsterdam puis de Lisbonne. Cet ensemble rachète ensuite le marché dérivé anglais, le Liffe. **NYSE Euronext** résulte de la fusion d'Euronext et du New York Stock Exchange (NYSE), en 2007. En février 2011, Deutsche Börse et NYSE Euronext annoncent des négociations pour un éventuel rapprochement qui n'aboutissent pas.
L'Inter Continental Exchange (ICE), un marché américain en ligne spécialisé dans le négoce de l'énergie, annonce en décembre 2012 le rachat de NYSE et espère lorsque cette opération sera réalisée, introduire Euronext EU en bourse.
London Stock Exchange (LSE) a fait l'objet d'une tentative d'OPA par le NASDAQ en 2006 après de nombreuses discussions en vue d'un rapprochement avec la bourse allemande Deutsche Börse. En 2007, le LSE a pris le contrôle de la Bourse italienne, Borsa Italiana, et devient le **London SE Group**. Un accord de coopération est ensuite signé avec la Bourse d'Oslo en mars 2009.
Le **NASDAQ** (*National Association of Securities Dealers Automated Quotations*), est le marché des valeurs de croissance américain. En juin 2007, il s'allie avec Borse Dubai pour racheter l'OMX qui gère les sept places scandinaves et baltes de Stockholm, Copenhague, Helsinki, Reykjavik, Tallinn, Riga et Vilnius pour former, depuis 2008, le **NASDAQ OMX**.
Le **TMX** résulte du rachat de la bourse de Montréal par celle de Toronto en décembre 2007.
Un projet de fusion avec le LSE a échoué en 2011.
Japon Stock Exchange Group est né de la fusion des bourses de Tokyo (Tokyo Stock Exchange TSE) et d'Osaka (Osaka Securities Exchange OSE).
D'autres projets de rapprochement sont en cours de négociation ou ont échoué, comme celui de Singapour et de Sydney en octobre 2010.

Daniel Goyeau et Amine Tarazi

capital à l'échelle internationale qui font que la proximité géographique n'est plus un prérequis nécessaire à la levée de fonds. Ainsi, les évolutions des marchés à l'échelle internationale répondent à des logiques parfois contradictoires qu'il est souvent difficile de démêler.

Les parts de marché évoluent avec le développement des marchés émergents

Au niveau mondial, fin 2012, la place de New York devance largement ses concurrentes avec une capitalisation boursière de plus de 14 000 milliards de dollars pour le NYSE Euronext US (les entreprises matures) et de plus de 4 500 milliards de dollars pour le Nasdaq (entreprises de croissance), soit près de la moitié des dix plus grandes capitalisations mondiales. Les quatre suivantes occupent chacune entre 7 et 9 % du marché et la dixième seulement 3,6 %. Le marché mondial apparaît donc très concentré sur quelques places financières.

Contrairement aux États-Unis, l'Europe est encore largement segmentée en un grand nombre de bourses (une quinzaine au total avec toutefois trois principales places). Celle de Londres reste la première, tant en termes de capitalisation, de nombre d'entreprises cotées que de transactions.

La suprématie de la bourse de Londres s'explique par la qualité de son infrastructure financière[1], l'importance du financement de l'économie nationale par le marché mais aussi et surtout par la présence de très nombreuses entreprises étrangères cotées sur le LSE. Il s'agit du premier marché mondial pour la cotation et la transaction de titres étrangers avec près de 600 titres étrangers issus de plus de 60 pays différents, soit environ 21 % des titres cotés à Londres et plus des deux tiers de la capitalisation boursière.

Cependant, si le LSE occupe toujours une place prépondérante sur le marché des actions en Europe, il perd structurellement des parts de marché au profit d'Euronext, la part de Deutsche Börse restant quant à elle relativement stable. Par ailleurs, le LSE reste encore en retrait par rapport aux autres places sur les segments des produits dérivés (options, contrats à terme…).

Un regard sur les grandes zones géographiques mondiales montre que fin 2012, l'Amérique du Nord (NYSE Euronext (US), NASDAQ OMX et TMX Group) accapare plus de la moitié (53,6 %) de la capitalisation boursière référencée. On notera que du fait de la

(1) Depuis 2007, Z/Yen Group publie un classement des 77 places financières mondiales au regard de leur compétitivité (étendue et intensité des activités de services financiers ainsi que les liens les reliant à d'autres centres financiers) : le Global Financial Centre Index (GFCI). Ce classement place Londres en tête, devant New York et Hong Kong.

Tableau 1. Les dix premières places financières en termes de capitalisation boursière (fin 2012)

	Parts de marché (a)					Capitalisation (en milliards de dollars)
	1995	2000	2005	2010	2012	2012
NYSE Euronext (US)	41,0	43,8	41,5	35,1	36,4	14 086
NASDAQ OMX	8,4	13,7	11,2	10,2	11,8	4 582
Tokyo SE Group	25,7	12,1	14,3	10,0	9,0	3 479
London SE Group	9,6	9,9	9,5	9,5	8,8	3 397
NYSE Euronext (EU)	4,4 (b)	8,9 (b)	8,4	7,7	7,3	2 832
Hong Kong Exchanges	2,2	2,4	3,3	7,1	7,3	2 832
Shanghai SE	n.a	n.a	0,9	7,1	6,6	2 547
TMX Group	2,7	2,9	4,6	5,7	5,3	2 059
Deutsche Börse	4,2	4,9	3,7	3,7	3,8	1 486
Australian SE	1,8	1,4	2,5	3,8	3,6	1 387

(a) Capitalisation de la place en pourcentage du total des capitalisations référencées dans le tableau.
(b) Euronext = Amsterdam, Bruxelles, Lisbonne et Paris.

Source : FIBV.

suprématie du marché des États-Unis, l'ensemble du continent américain représente 42,5 % de la capitalisation boursière mondiale (source FIBV). Viennent ensuite l'Asie-Pacifique (Tokyo SE Group, Hong Kong Exchanges, Shanghai SE et Australian SE) et l'Europe (London SE Group, NYSE Euronext (EU) et Deutsche Börse), avec, respectivement, 26,5 % et 19,9 % des parts de marché mondial. Toutefois, sur l'ensemble de la période considérée, la zone Asie-Pacifique présente, malgré le Japon, une croissance bien supérieure à celle des deux autres zones géographiques. Mais, en décomposant la période, on s'aperçoit que cette tendance est antérieure à 2007. Si la crise a plus fortement affecté les pays développés, la reprise des marchés depuis 2009 est favorable aux marchés américains.

Une évolution disparate du nombre de sociétés cotées

Le classement sur la base du nombre de sociétés cotées sur les différentes places financières ne recoupe pas parfaitement celui en termes de capitalisation boursière. En effet, si le NYSE Euronext US domine largement en termes de capitalisations, il est en revanche devancé par les places de Toronto et Londres et par le Nasdaq si l'on retient le nombre d'entités cotées. La capitalisation boursière du NYSE Euronext US bénéficie donc largement d'un effet taille des sociétés qui y sont cotées. Celles-ci sont généralement plus grandes mais moins nombreuses.

Toutefois, la répartition des sociétés entre les différentes places financières se modifie dans la mesure où, ces dernières années, le nombre de sociétés cotées sur les marchés traditionnels a plutôt tendance à diminuer (à l'exception notable de celui de Toronto) ou au mieux à se stabiliser alors qu'il est en forte croissance sur les marchés émergents.

Les places se distinguent aussi de par leur capacité à attirer les sociétés étrangères. Toutes les grandes entreprises recourent depuis longtemps à des émissions internationales d'actions (multi-cotation). De ce fait, les différentes places financières se concurrencent pour offrir les meilleures conditions d'accueil. Dans cette perspective, depuis de nombreuses années, le LSE se distingue avec, en 2012, la présence de près de 600 sociétés étrangères mais, progressivement, le NYSE Euronext US est devenu un vrai concurrent. Inversement, Tokyo apparaît peu attrayant, les sociétés à la recherche d'une cotation en Asie se tournant de plus en plus vers Hong Kong.

La suprématie des marchés traditionnels remise en question ?

Les évolutions des capitalisations boursières

Les marchés traditionnels des pays développés des trois continents dominent encore largement ceux des pays émergents. Cependant, au regard des évolutions des capitalisations boursières mais aussi du nombre de sociétés cotées et des volumes de transactions, ces derniers progressent nettement plus vite que les marchés traditionnels. Cet écart de croissance s'observe, que les capitalisations soient exprimées en dollars ou en devise locale, en prix courants ou en termes réels (c'est-à-dire corrigées de l'évolution des prix des actifs), et cette évolution semble s'accélérer. En effet, sur l'ensemble de la période 1995-2012, le différentiel de croissance des capitalisations exprimées en dollars ou en devise locale reste très favorable aux places émergentes. Seuls le TMX Group et Euronext EU tirent leur épingle du jeu parmi les marchés traditionnels. Sur la période récente (2005-2012), on assiste à la montée en puissance de Shanghai SE (près de 800 % en dollars) et, dans une moindre mesure à celle de Hong Kong Exchanges (168 %). Cette forte croissance a permis à Shanghai SE qui n'occupait que moins de 1 % de part de marché mondial en 2005, de quasiment rejoindre en quelques années les célèbres places de Londres, voire de Tokyo. Il faut dire que

Tableau 2. **Parts de marché (en dollars américains et en %) et croissance (en %) de la capitalisation des grandes zones géographiques**

	Parts de marché				Croissance de la capitalisation			
	2003	2006	2009	2012	03-12	03-06	06-09	09-12
Amérique du Nord	59,7	54,6	49,4	53,6	37,4	39,1	-20,2	23,7
Europe	22,1	23,7	22,4	19,9	38,2	63,5	-16,6	1,3
Asie -Pacifique	18,3	21,7	28,2	26,5	122,1	80,8	14,8	7,0

Source : FIBV.

Tableau 3. Nombre de sociétés cotées (classement 2012)

	1995		2000		2005		2010		2012	
	Total	Étrangères	Total	Étrangères	Total	Étrangères	Total	Étrangères	Total	Étrangères
TMX Group	1 258	62	1 421	42	3 758	39	3 741	87	3 970	96
London SE Group	2 265	531	2 929	501	3 091	334	2 966	604	2 767	588
NASDAQ OMX	5 122	361	4 726	487	3 164	332	2 778	298	2 577	290
NYSE Euronext (US)	2 242	246	2 468	433	2 270	452	2 317	518	2 339	524
Tokyo SE Group	1 791	77	2 096	41	2 351	28	2 293	12	2 304	10
Australian SE	1 179	49	1 409	76	1 714	71	1 999	86	2 056	97
Hong Kong Exchanges	542	24	790	11	1 135	9	1 413	17	1 547	88
NYSE Euronext (EU)	1 618	485	1 953	427	966	n.a.	1 135	152	1 073	134
Shanghai SE	188	0	572	0	833	0	894	n.a.	954	n.a
Deutsche Börse	1 622	944	989	245	764	116	765	75	747	82

Source : FIBV.

cette dernière voit sa capitalisation boursière fondre depuis le début des années 1990 et le même constat est valable pour Euronext EU lorsque sa capitalisation est exprimée en euros.

Les évolutions des cours et du nombre de sociétés cotées sont cependant susceptibles d'affecter la comparaison de l'évolution des différentes places financières dans la mesure où elles présentent des écarts de performance très significatifs. La capitalisation boursière évolue en effet, d'une part, avec l'évolution des cours des titres (effet valorisation) et, d'autre part, au rythme des introductions-retraits en bourse et des augmentations-rachats de capital (effet réel).

De 2003 à 2012, les principaux indices des places d'Amérique du Nord ont gagné entre 25 et 50 % et ceux d'Europe entre 10 et 45 % pendant que ceux d'Asie pacifique, à l'exception du marché japonais qui recule légèrement, avançaient plus rapidement, entre 50 et 200 % (Hong-Kong).

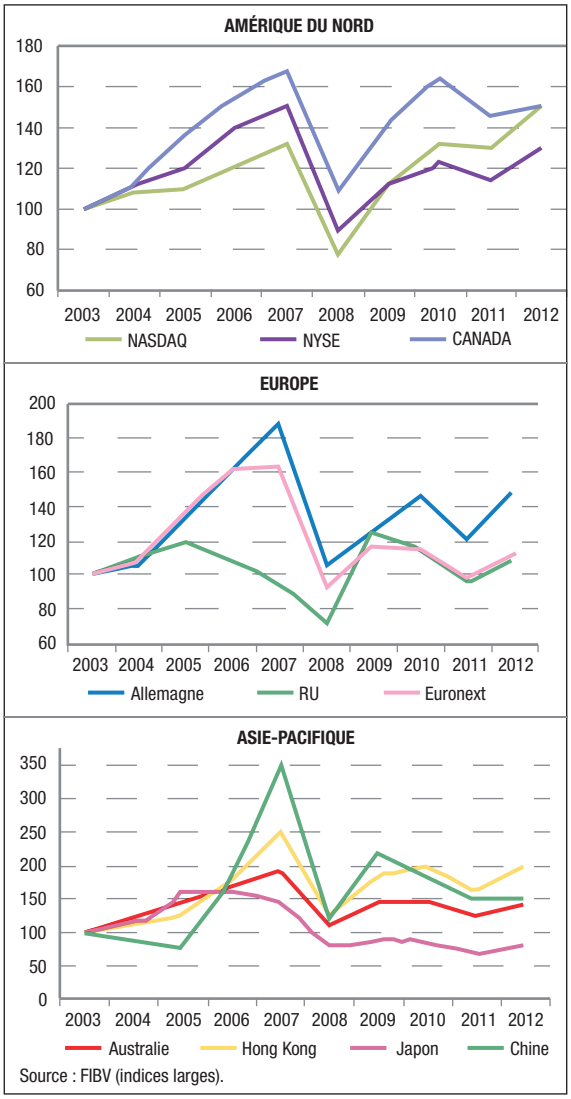
Tableau 4. Évolution des capitalisations boursières

Taux de croissance (%)	En dollars		En devise locale		Réelle en dollars
	1995-2012	2005-2012	1995-2012	2005-2012	2005-2012
NYSE Euronext (US)	149,1	5,8	149,1	5,8	-3,1
NASDAQ OMX	295,1	27,1	295,1	27,1	-7,4
Tokyo S E Group	-1,9	-23,9	-17,8	-44,3	46,6
London SE Group	155,4	11,1	200,7	44,6	20,1
NYSE Euronext (EU)	371,0	4,6	-63,5	-6,4	26,9
Hong Kong Exchanges	832,5	168,4	834,7	168,3	69,5
Shanghai SE	n.a.	790,0	4 952,4	587,1	356,7
TMX Group	462,0	38,9	310,3	18,4	26,0
Deutsche Börse	157,4	23,6	36,4	10,6	8,9
Australian SE	465,6	72,5	305,2	21,9	73,7

Source : FIBV.

Lorsque l'évolution des capitalisations boursières est corrigée de ces effets de valorisation (analyse en termes réels), on constate que la capitalisation de la première place (NYSE Euronext US et NASDAQ OMX) diminue sur la période 2005-2012. La faiblesse des introductions et l'ampleur des programmes de rachat de titres sur ces dernières années représentent une caractéristique forte

Graphique 1. **Performance des différentes places financières** (indice 100 en 2003)

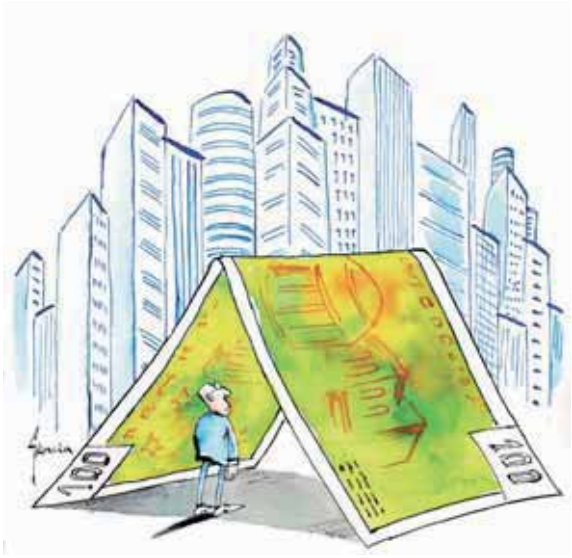


Source : FIBV (indices larges).

de la majorité des places des pays développés (excepté celle de Tokyo qui connaît une croissance réelle alors même que sa capitalisation boursière fond). Les effets prix sont plus importants encore pour les places émergentes. Néanmoins, le constat de leur développement plus rapide reste le même, que l'on tienne compte ou pas de l'inflation des actifs.

Des volumes de transactions en accord avec les capitalisations boursières

L'analyse des volumes de transactions, qui traduisent la liquidité d'un marché, est une autre voie pour comparer les différentes places financières. Sous cet angle, on retrouve assez logiquement aux trois premiers rangs les



trois premières capitalisations boursières. On constate également un plus grand dynamisme des échanges de titres étrangers là où ils sont les plus nombreux. Mais, une fois encore, les places émergentes d'Asie (Shanghai SE et Hong Kong exchanges) connaissent des taux de croissance de leurs transactions bien supérieurs à ceux des places des pays développés. Il est clair que cette amélioration de leur liquidité constitue un atout supplémentaire pour leur développement. En revanche, en termes d'évolution des volumes de transaction, NYSE Euronext EU apparaît en retrait.

l l l

Si l'intégration financière permet une allocation plus efficiente de l'épargne et de l'investissement au niveau mondial, elle se traduit aussi par une forte exposition des marchés émergents aux entrées-sorties rapides de capitaux avec un risque de contagion au niveau régional, voire mondial. Les crises mexicaine de 1994 ou asiatique de 1997-1998 en témoignent. Toutefois, les pays émergents semblent avoir appris à maîtriser ces risques par des politiques de stérilisation des capitaux lorsque nécessaire, de réformes bancaires et financières, de contrôle de l'inflation… Et, comme l'illustrent les crises des *subprimes* ou de la dette souveraine en Europe, le risque de contagion n'est pas propre aux pays émergents.

Dans ce contexte, la Chine présente certaines spécificités. Si son intégration rapide dans l'économie mondiale s'est accompagnée d'un développement sans précédent des places financières chinoises, ce développement s'appuie sur trois éléments :

Tableau 5. **Volumes des transactions** (classement 2012) (a)

	Part des transactions (b) (en %) (part des transactions sur les titres étrangers, en %)				Montant des transactions (en milliards de dollars) (taux de croissance 2003-2012, en %)
	2003	2006	2009	2012	2012
NYSE Euronext (US)	39,1 (7,7)	43,9 (8,2)	35,1 (6,0)	35,7 (7,9)	13 443 (141,4)
NASDAQ OMX	29,0 (5,1)	21,6 (6,7)	27,3 (5,8)	26,0 (8,1)	9 784 (138,5)
Tokyo SE Group	9,3 (0,0)	10,6 (0,0)	7,5 (0,0)	8,5 (0,0)	3 214 (142,1)
Shanghai SE	1,0 (0,0)	1,5 (0,0)	10,1 (n.a.)	7,0 (n.a.)	2 630 (1 045,2)
London SE Group	5,3 (2,8)	6,0 (6,6)	5,6 (10,4)	6,0 (12,9)	2 239 (174,8)
NYSE Euronext (EU)	7,0 (0,4)	6,3 (0,5)	4,0 (0,2)	4,3 (0,3)	1 609 (93,9)
TMX Group	2,1 (0,1)	2,5 (0,7)	2,7 (1,0)	3,6 (1,0)	1 361 (268,5)
Deutsche Börse	4,3 (3,2)	4,2 (3,1)	3,1 (3,3)	3,5 (3,9)	1 301 (123,8)
Hong Kong Exchanges	1,1 (0,2)	1,5 (0,2)	2,8 (2,1)	2,9 (2,7)	1 107 (404,9)
Australian SE	1,8 (1,4)	1,8 (4,1)	1,8 (3,6)	2,5 (3,4)	937 (219,2)

(a) Le classement ne considère que les dix places précédentes, ce qui ne signifie pas que ce sont les dix premières places (en 2012) en termes de volumes de transactions. Sinon, il faudrait y intégrer Shenzhen et Korea Exchanges.
(b) En pourcentage du total des transactions des places citées dans le tableau.

Source : FIBV (cotation électronique).

- la dynamique de l'économie chinoise, garante de bonnes perspectives sur les marchés financiers locaux. Dans le contexte actuel, la Chine a été le premier pays à renouer avec la reprise. Elle conteste de plus en plus aux États-Unis le rôle de moteur de l'économie mondiale ;

- un soutien-contrôle des autorités locales qui réforment leur marché financier avec prudence : certains titres cotés sont toujours non échangeables, l'accès à certains marchés reste limité, les restrictions sur les transactions en yuans ont largement pénalisé les places financières chinoises ;

- une abondante épargne locale : malgré les déceptions récurrentes des petits porteurs face à un marché volatil, l'épargne continue d'affluer vers la bourse. Les investissements à l'étranger étant très contrôlés, les épargnants ne disposent que de très peu d'opportunités de placement (hors immobilier).

Aussi, si les places financières chinoises ont connu un incontestable succès ces dernières années, il est clair qu'elles disposent encore d'un potentiel de croissance énorme. Ensemble, elles représentent la première place mondiale en termes d'introductions, très loin devant les marchés américains et européens. En s'ouvrant progressivement aux petites et moyennes entreprises, dont les moyens de financement sont encore limités, elle est susceptible de devenir une place financière internationale de premier plan.

Cependant, l'expansion des marchés émergents ne se limite pas à la Chine. Bon nombre de bourses d'autres pays asiatiques (Singapour, Corée du Sud, Thaïlande, Inde,…) mais aussi sud-américains (Brésil, Mexique…) connaissent aussi, avec des potentiels certes très différents, un formidable développement depuis quelques années. Tous ces pays font des efforts considérables pour attirer les investisseurs étrangers, notamment en améliorant leurs infrastructures de marchés. Et les résultats sont là car si le Global Financial Centre Index (CFCI) classe Londres et New York en tête, Hong Kong et Singapour occupent respectivement les 3e et 4e places et Séoul la 6e, devant Tokyo (7e).

Les grandes places financières anglo-saxonnes (Royaume-Uni et États-Unis) restent certes les plus influentes. Par ailleurs, l'Australie et le Canada n'ont pas connu les mêmes déboires récents car, dotés de systèmes bancaires plus résilients, ces deux pays ont été moins touchés par la crise financière globale. Toutefois, les places des pays émergents, et en particulier de la Chine, connaissent ces dernières années un développement accéléré et disposent encore d'un fort potentiel de croissance. Elles sont susceptibles de contester les premiers rôles aux marchés traditionnels qui eux, à l'inverse, demeurent atones.

QUELLE LÉGISLATION POUR LA FIN DE VIE ?

En décembre 2012, le professeur Sicard a rendu un rapport sur la fin de vie, rédigé à la demande du président de la République lequel a saisi aussi sur cette question le Comité consultatif national d'éthique. Huit ans après la « loi Leonetti » de 2005, l'accompagnement des malades en fin de vie fait à nouveau l'objet de discussions nourries et un projet de loi devrait être soumis au Parlement en juin 2013.

Dans un tel débat, la question de la légalisation de l'euthanasie est évidemment posée. Pour Jean Baubérot, au-delà de l'avancée que représenterait l'autorisation du suicide assisté, elle permettrait de respecter la liberté des personnes désireuses de ne pas voir entravé par des interdits religieux ou médicaux leur choix de mourir dignement. Jacques Ricot, en revanche, demande à interroger cette notion de dignité, et s'il défend la sédation en phase terminale, il la distingue d'un geste euthanasique contraire à l'éthique, tout comme il y juge contraire le suicide assisté.

C. F.

1. Le libre choix de sa mort

Jean Baubérot
Professeur émérite de la chaire « Histoire et sociologie de la laïcité »
à l'École pratique des Hautes Études

Un débat sur « la fin de vie » a lieu dans de nombreux pays. Contrairement au Benelux, où le droit à l'euthanasie est établi, les réticences restent fortes en France. Pourtant ce débat est récurrent depuis quelques décennies. L'Association pour le droit de mourir dans la dignité (ADMD), créée en 1980, revendique le « refus de tout acharnement thérapeutique », la possibilité pour chaque individu de « maîtriser sa fin de vie afin d'éviter les souffrances inutiles et la déchéance des derniers instants » et souhaite une loi qui légalise la possibilité de l'euthanasie, du suicide assisté et assure un « accès universel » aux soins palliatifs. Cette position suscite de vives résistances. On invoque le serment d'Hippocrate et la transgression d'un « interdit fondateur » qui atteindrait le « droit à la vie ».

Ni la « loi Leonetti », relative aux patients en fin de vie (2005), ni les recommandations de la Mission présidée par Didier Sicard (2012)[1] ne proposent d'instaurer ce droit à l'euthanasie. Cependant, la loi de 2005 proscrit « l'obstination déraisonnable » du corps médical et la « prolongation artificielle » de la vie du patient. Le « Rapport Sicard » constate l'insuffisante application de cette loi, critique la persistance d'une culture du « tout curatif », insiste sur l'insatisfaction profonde de personnes « soumises, dans cette période d'extrême vulnérabilité de la fin de vie, à une médecine sans âme ». L'ADMD radicalise cette critique. Son président, Jean-Luc Romero[2], dénonce la collusion qui existe entre certains médecins et une « vision religieuse de la société ». Il remarque que « les médecins de l'Assemblée nationale – et de tout bord ! – confisquent tous les débats sur la santé, comme s'il fallait absolument être médecin pour parler de santé ». Ces différents propos sont significatifs d'un changement radical de mentalité. Les enjeux se sont déplacés : pour certains, soins palliatifs et droits à l'euthanasie sont complémentaires, pour d'autres, le développement des premiers devrait permettre d'empêcher toute légalisation d'une pratique euthanasique.

(1) *Mission présidentielle de réflexion sur la fin de vie* (2012), Rapport, décembre.

(2) Romero J.-L. (2009), *Les voleurs de liberté*, Paris, Florent Massot, p. 94, p. 152.

Mais, de part et d'autre, l'évidence d'une lutte à tout prix pour retarder la mort n'existe plus.

De la mort religieuse à la mort médicale

Le débat français développe des argumentaires que l'on peut retrouver ailleurs. S'y ajoute un rapport spécifique à l'institution médicale. La mort est, indissociablement, un fait et une représentation. Celle-ci s'inscrit dans l'histoire du rôle joué par la médecine dans la laïcisation en France[3]. Claude Nicolet[4] indique qu'en principe, rien ne sépare « le recours à la médecine dans la plupart des pays occidentaux au cours du XIXe siècle. (…) Mais nulle part ailleurs qu'en France [ce recours] ne deviendra aussi nettement une obligation morale liée à la nature d'un régime politique précis [la République] ». En fait, ce constat vaut pour tous les régimes qui se réclament de la Révolution et du drapeau tricolore. L'identité de la France, « fille aînée de l'Église » [catholique], a été déstabilisée. Ces régimes doivent donc disposer d'autres sources de légitimation. Or la médecine apparaît, dans cette optique, comme la science en acte et le médecin est un « savant moral » dont le pouvoir est promu par l'État. Il s'est opéré un certain transfert de cléricalisme.

En effet, ce pouvoir médical précède, en France, les révolutions scientifiques et techniques qui rendront la médecine efficace. Dès 1803, une loi crée le délit d'exercice illégal de la médecine, à une époque où la frontière entre le médical et le non médical reste très floue. La création de l'institution médicale, la visée de la médicalisation sont impulsées d'en haut. D'ailleurs, la Révolution a enlevé au clergé la tenue des registres d'état civil. Mais, contrairement au prêtre, l'officier d'état civil n'est pas un spécialiste de la mort. Le Code civil va lui adjoindre un « docteur en médecine », qui devient l'autorité qui décrète qu'il y a décès. Il existe alors la crainte d'être enterré vivant. Ainsi, Auguste Comte demande, dans son testament, qu'on le considère comme « un simple malade » jusqu'à ce que son corps se trouve « dans un état prononcé de putréfaction ».

Cependant, la mort n'est guère encore médicalisée. L'art de « bien mourir »[5] repose sur deux principes. Le premier est la présence de la communauté familiale (élargie) et villageoise qui entoure le mourant chez lui ; le second consiste, pour ce dernier, à vivre une « belle mort » où il reçoit les « derniers sacrements » et met ainsi toutes les chances de son côté pour réussir son passage dans « l'au-delà ». L'angoisse de la damnation va de pair avec la primauté du prêtre. La mort soudaine, non préparée est la plus redoutée. D'autre part, la croyance au purgatoire subsiste. Le séjour du défunt en ce lieu peut être abrégé par l'intercession des vivants. Le médecin va être porteur d'une révolution copernicienne du rapport à la mort. Aux yeux de la médecine, celle-ci est conçue comme la fin de la vie et on n'a pas à se préoccuper des morts. On comprend alors que l'allongement de la vie devienne peu à peu la grande préoccupation et le « docteur » l'autorité centrale de la gestion de la vie, de son début à sa fin.

On n'en a pas fini pour autant avec la religion. Roselyne Rey[6] met en contraste la culture protestante des médecins britanniques et hollandais qui, dès le XVIIe siècle, considèrent l'opium (et plus tard la morphine) comme un remède, et celle des médecins français qui récusent cette pratique. Cela n'est pas sans lien avec le rôle salvateur de la douleur dans le catholicisme. Les résistances françaises à l'accouchement sans douleur, inventé par un médecin écossais fils de pasteur au milieu du XIXe siècle, vont dans le même sens. Le *Dictionnaire encyclopédique des sciences médicales* de Dechambre (1875) s'oppose à l'injection d'une dose d'opium pour abréger l'agonie de pestiférés. L'allongement de la vie prime de beaucoup sur le soulagement de la souffrance. Cependant, cette optique n'est pas unanime : en 1885, Pasteur administre une pilule mortelle à des paysans mordus par un loup enragé et dont l'état s'avère trop critique pour bénéficier de la vaccination antirabique[7]. Voilà, déjà, une pratique euthanasique.

La volonté de s'approprier sa mort

Le temps de la médecine triomphante dure de la IIIe République aux années 1970. Dans les représentations sociales, l'allongement de « l'espérance de vie » remplace le « salut dans l'au-delà » devenu une croyance privée ; la langue anglaise utilise l'expression *life expectancy*, à connotation moins religieuse. Le développement des médias exalte les « prouesses médicales ». Dans le dernier tiers du XXe siècle, expulsée de la vie quotidienne, la mort sur-

(3) Nous indiquons ici des hypothèses développées *in* Baubérot J., Liogier R. (2010), *Sacrée médecine. Histoire et devenir d'un sanctuaire de la Raison*, Paris, Entrelacs.

(4) Nicolet C. (1982), *L'idée républicaine en France*, Paris, Gallimard, p. 311.

(5) Martin Ph. (2012), *Petite anthologie du bien mourir*, Paris, La librairie Vuibert.

(6) Rey R. (1993), *Histoire de la douleur*, Paris, La Découverte, p. 100 *sq.*

(7) Poirier J., Salaün F. (2001), *Médecin ou malade ? La médecine en France au XIXe et XXe siècles*, Paris, Masson, p. 219.

vient de plus en plus à l'hôpital. Les maladies dégénératives deviennent les principales causes de décès. Et la mort hospitalière est, en général, une mort solitaire. De plus, la frontière entre vie et mort s'estompe. La mort cérébrale, les différents stades de coma font émerger un « espace-tampon », une sorte de « purgatoire laïque »[8]. Le sacrement d'extrême-onction se transforme en sacrement d'« onction des malades » (1972), sa signification se sécularise et se médicalise.

Un « grand patron », Jean Hamburger, publie en 1972 *La Puissance et la fragilité*[9], titre qui montre l'ambivalence de la réussite médicale. Trois ans plus tard, un théoricien de la critique politique des institutions, Ivan Illich, estime que « la santé ou le pouvoir d'affronter les événements a été expropriée jusqu'au dernier soupir. La mort technique est victorieuse du trépas. La mort mécanique a conquis et annihilé toutes les autres morts »[10]. Si les patients n'adoptent pas forcément ses thèses, beaucoup n'en sont pas non plus très éloignés. La « médicalisation est vécue par certains comme une confiscation par le corps médical du bien personnel le plus précieux qu'un homme vivant possède : sa mort. On assiste [alors] à la montée en puissance de la réaction à cette dépossession, avec une volonté affirmée des individus de reprendre ce qui leur appartient »[11].

L'émergence de la pandémie du sida accentue ce phénomène. Dans les années 1980, des associations se créent, soutiennent les malades pour qu'ils deviennent « acteurs » des soins qui les concernent, insistent sur les conditions éthiques à respecter pour mener à bien les expérimentations, demandent un partage du pouvoir entre médecins et patients. En effet, d'une nouvelle manière, la frontière entre le médical et le non-médical se brouille. On croyait que le déroulement de l'Histoire était linéaire ; il s'avère plutôt ressembler à une spirale.

Dans un tel contexte, la création et le développement de l'ADMD prennent toute leur signification. Le rôle joué en France par la médecine a accentué une tendance générale où celle-ci se glorifiait de son aptitude à prolonger la vie. La question se pose désormais de la façon dont elle sert aussi à « prolonger la mort » d'une façon jugée de plus en plus abusive… ou à la donner sans que la société exerce un contrôle : « en septembre 1984, ce sont plus de cent médecins qui reconnaissent (…) avoir pratiqué l'euthanasie ». Celle-ci progresse, « plus vraisemblablement à l'hôpital que dans la pratique libérale, (…) à l'insu du malade »[12]. Dès lors, après le fait de mourir dans l'espérance d'un au-delà meilleur, légitimant l'autorité du prêtre, après le combat pour l'allongement de « l'espérance de vie », justifiant celle du médecin, arrive une nouvelle période historique où le problème central devient celui de « mourir dans la dignité ».

L'exemple québécois : la Commission *Mourir dans la dignité*

La position de l'ADMD suscite des oppositions. Pratiquement inconnu en France, le travail d'une Commission spéciale de l'Assemblée nationale du Québec[13] peut aider à les examiner et y répondre. Sa mission a « duré plus de deux ans »[14]. Dans cette France qui débat souvent comme si elle était seule au monde, il est important de se référer à un exemple étranger culturellement proche. Sans prétendre donner une synthèse de l'ensemble du document, voici quelques idées forces qu'il défend.

La Commission estime que les soins palliatifs peuvent constituer une réponse appropriée pour la majorité des personnes en fin de vie sans, pour autant, convenir à tous. La possibilité d'un accès universel à ces soins est souhaitable, mais ne résoudra pas toutes les difficultés. Certaines douleurs s'avèrent impossibles à contrôler si on maintient consciente la personne qui les subit. On peut alors procéder à une sédation palliative. Cependant, des « personnes préfèrent demeurer conscientes jusqu'à la fin au prix de terribles douleurs, afin de rester en relation avec leurs proches. D'autres souffrent à l'idée que la seule option disponible pour les soulager est de plonger dans un coma artificiel d'une durée indéter-

(8) Dupont B.-M. (1997), « Quand la vie s'arrête-t-elle ? », *in* Ameisen J.-Cl. *et alii*, *Qu'est-ce que mourir ?*, Paris, Éd. Le Pommier, p. 65.

(9) Paris, Flammarion, 1972.

(10) Illich I. (1975), *Némésis médicale*, Paris, Seuil, p. 201.

(11) Poirier J., Salaün F., *op. cit.*, p. 215.

(12) Carol A. (2004), *Les médecins et la mort XIXe-XXe siècles*, Paris, Aubier, p. 301.

(13) *Mourir dans la dignité* (2012), Rapport, mars.

(14) La Commission (non partisane) a consulté 30 experts de différentes disciplines, organisé 29 journées d'auditions publiques où elle a entendu 353 personnes et organismes (et s'est efforcée de jouer le rôle de « l'avocat du diable » pour confronter les témoins aux arguments opposés à leur position) ; elle a dépouillé 273 mémoires et plus de 6 500 réponses à un questionnaire, effectué une mission d'études en Europe (notamment en France), etc. Elle a adopté son rapport à l'unanimité.

minée. D'autres encore ne veulent pas imposer à leurs proches (…) de rester au chevet d'un être cher inconscient et qui attend la mort pendant (…) des semaines ». D'autres peuvent refuser ce qu'elles vivent comme « une déchéance » : perdre toute autonomie, devenir « dépendantes des autres jusque dans leurs activités les plus intimes. » Enfin, il peut y avoir une « souffrance existentielle » quand quelqu'un « ne trouve plus de sens au temps qui lui reste », que les « heures qui passent dans l'attente du dernier souffle paraissent insupportables ». Une vie devenue invivable…

Recevoir des soins palliatifs doit donc être un choix et non une obligation : « aucun patient n'est tenu d'adhérer à la philosophie qui les sous-tend »[15]. Du reste, « l'euthanasie et les soins palliatifs ne s'opposent pas mais se complètent (…) et participent du même souci de favoriser une ''bonne mort'' ». Pays-Bas et Belgique sont parmi les pays où l'offre de soins palliatifs est de qualité. Le droit à l'euthanasie n'a nullement freiné leur développement. Cependant, entre 0,7 et 2 % des patients demandent et obtiennent une euthanasie. La possibilité d'y avoir recours, « au cas où », constitue déjà une « source de sérénité » pour certaines personnes.

La Commission réagit contre une approche substantialiste et intemporelle de l'éthique médicale alors que la pratique se trouve confrontée à des problèmes inédits soulevés par son efficacité même. Au Québec comme en France, des euthanasies ont lieu, de fait, d'autant plus que la frontière est « des plus tenues [entre] euthanasie et sédation palliative continue ». Il n'est pas possible de remettre le sort des patients en fin de vie au « hasard » qui fera que « le médecin de l'un est prêt à répondre à sa demande d'aide à mourir et que le médecin de l'autre ne l'est pas ». De plus, l'absence de législation encourage une « euthanasie officieuse », propice « aux abus de toutes sortes », ou à des risques de complications : les médecins ne connaissant pas « nécessairement les meilleurs protocoles à observer ». Inversement, les médecins ne doivent pas craindre des poursuites judiciaires pour avoir accédé à une demande de soulagement de très grandes souffrances. Enfin, « quelle réponse donner à une personne qui désire mourir en raison de souffrances devenues intolérables et qui n'a pas la 'chance'd'avoir un respirateur artificiel à retirer ou des traitements de dialyse à cesser ? ». Au Benelux, l'euthanasie « a contribué à faire évoluer la culture médicale et le processus décisionnel vers une relation plus équilibrée entre médecins et patients ».

La Commission constate la pluralité des conceptions du sacré et de la dignité humaine. Pour certains, la vie représente un « caractère sacré », pour d'autres c'est la personne qui est « sacrée » dans sa liberté et son autonomie. De même si, dans un premier sens, tout être humain possède une « dignité intrinsèque », absolue, objective et universelle, dans un autre sens, la notion de dignité est « subjective, relative et personnelle » : « ainsi comprise, la dignité humaine est largement tributaire du regard que la personne porte sur elle-même. Il peut donc être contraire à sa propre dignité de continuer à vivre. » La Commission affirme son profond respect envers toutes les convictions mais ajoute : « dans un État laïque comme le nôtre, les croyances de certains ne sauraient servir de base à l'élaboration d'une législation applicable à tous ».

Euthanasie, liberté de conscience et laïcité

Ce qui est valable pour la laïcité québécoise l'est également pour la laïcité française. La représentation de la « dignité humaine » est forcément l'enjeu d'un débat convictionnel où la question du respect et de l'égalité des convictions de chacun devient centrale. C'est pourquoi la lutte pour le droit à l'euthanasie prend place dans la lutte pour la liberté de conscience. Ainsi Jean-Luc Romero[16] invoque la laïcité, non pas au nom de certitudes de la Raison dénonçant l'obscurantisme, mais comme un « combat pour la liberté » dans un climat où il est devenu impossible d'asséner des « certitudes » valables pour tous. Il défend la possibilité d'une pluralité d'options, le « respect des consciences » allant du choix de ceux pour qui « l'agonie dans la souffrance » fait partie du « chemin de vie » qu'ils veulent accomplir, au choix de l'euthanasie et du suicide assisté quand la fin de vie devient insupportable à celui qui la subit. Jean-Luc Romero souhaite une « clause de conscience » pour les soignants dont les convictions sont opposées à toute forme d'euthanasie, même indirecte. Cependant, il récuse un système de domination médico-religieux imposé par le politique, une situation où, avec la « loi Leonetti », seule une euthanasie indirecte pratiquée, s'ils le veulent, par les seuls médecins, se trouve autorisée. Du coup, « on ne sort jamais de la logique infernale de la médicalisation de la mort » et du patient « objet passif entre les mains d'experts ».

Le combat pour ce que la Commission québécoise appelle « une

(15) On trouvera une illustration et une défense de cette philosophie (dite « question spirituelle [qui] se distingue de la religion ») *in* Châtel T. (2013), *Vivants jusqu'à la mort*, Paris, Albin Michel.

(16) *Op. cit.*

option de plus en fin de vie »[17] est une lutte longue, difficile, parsemée d'embûches. Il faut le mener avec ténacité et sans découragement. Certes, il convient d'écouter les objections apportées. La plus sérieuse se trouve dans le Rapport Sicard : la volonté de ne pas « intérioriser des représentations sociales négatives d'un certain nombre de situations de vieillesse, de maladie et de handicap ». Le « jeunisme » est, effectivement, une idéologie hégémonique de notre société marchande. Mais le combat contre les stéréotypes sociaux dominants ne doit pas s'effectuer au détriment du choix de mourir en cohérence avec sa propre vision de la dignité, quand la situation devient invivable. Et parmi les résistances à une loi autorisant et encadrant la pratique de l'euthanasie, nous trouvons la conjonction de deux cléricalismes : le cléricalisme religieux d'un certain catholicisme qui voudrait imposer sa conception d'une « loi naturelle » aux personnes de toutes convictions et le cléricalisme médical de certains médecins acceptant mal tout contrôle de la société.

Le Rapport Sicard souhaite voir autorisé le suicide assisté. Ce serait un premier pas, nécessaire mais insuffisant, car le suicide assisté nécessite que la personne en fin de vie soit encore capable d'organiser sa mort. Que faire dans les situations d'extrême détresse où tel n'est pas le cas, mais où la personne concernée a clairement indiqué auparavant son intention d'une mort douce ? On connaît l'argument opposé alors à l'euthanasie : peut-être le patient a-t-il changé d'avis au dernier moment ? Un argument semblable fut déjà utilisé, au XIX^{e} siècle, contre les libres-penseurs qui voulaient pouvoir mourir sans recevoir les « derniers sacrements » de la part d'un prêtre (ce qui, rappelons-le, était censé faciliter l'accès au paradis à une époque où la mort était socialement considérée comme le passage dans l'au-delà). Ces libres-penseurs avaient signé un engagement dans ce sens mais, disait-on, « qui sait ? », ils le regrettent peut-être juste avant de mourir.

Curieuse conception de la liberté où on se donne le droit d'imposer à autrui ce qui contredit ses convictions au nom de spéculations invérifiables sur un éventuel changement d'avis. Il existe un concept en philosophie : le « volontarisme de la croyance » qui désigne l'engagement dans des convictions aux conséquences durables et/ou différées. Quand vous décidez de concevoir un enfant, vous savez que vous ne pourrez pas changer d'avis quelques jours après sa naissance ! De même quand vous vous engagez, hier dans le refus d'un enterrement religieux, aujourd'hui dans la volonté de mourir sans souffrance extrême ou délabrement physique et/ou psychique, vous savez que vous engagez votre avenir. C'est un choix qui doit pouvoir être respecté. Certes, il ne concernera sans doute pas un très grand nombre de personnes mais, comme l'a indiqué Jules Ferry, « la liberté de conscience dût-elle n'être offensée que dans une seule conscience, [cela] mérite qu'on fasse une loi pour empêcher cette offense »[(18)].

> « Souffrir ressemble beaucoup à grelotter. C'est un recroquevillement, une contraction de tout le corps, de la racine des cheveux jusqu'aux pieds. Et ça fait mal constamment. Ce grelottement absorbe toutes vos forces, toute votre attention, c'est épuisant. (….) Vient la piqûre de morphine. C'est comme une vague de chaleur qui vous délivre du grelottement, une somptueuse relaxation (…) si vous ouvrez les yeux, c'est le vertige, le décor bascule, la nausée vous prend et peut vous mener au vomissement. Autre désagrément, que vous n'entendez pas souvent dans les colloques et les symposiums : la constipation vous barre le ventre, vous torture l'anus (…). Et puis il y a l'habituation, il faut augmenter les doses, on devient halluciné, confus, à moitié idiot ». (*)
>
> (*) Lettre de Claire Morissette, lue lors de l'audition à Montréal, le 8 septembre 2010, de la Commission spéciale Mourir dans la dignité.

(17) La Commission effectue 24 propositions permettant une « aide médicale à mourir », comportant « des critères et des balises essentiels » et « l'exception qui pourra exister pour une personne inapte qui aurait indiqué, alors qu'elle était encore apte, une volonté de recevoir une aide médicale à mourir ».

(18) Cité par Chevallier P. (1981), *La séparation de l'Église et de l'École*, Paris, Fayard, p. 327.

2. AMÉLIORER LA LOI, SANS LA DÉSÉQUILIBRER

Jacques Ricot
philosophe, auteur de *Éthique du soin ultime*, Presses de l'EHESP, 2010

Le dispositif issu de la loi de 2005

La loi du 22 avril 2005 relative aux malades et à la fin de vie a été saluée par Robert Badinter avec ces mots à l'adresse de son promoteur, Jean Leonetti : « Votre loi, que j'ai soutenue, est tout à fait satisfaisante ». Que dit cette loi ? Elle affiche trois principes qui sont loin d'être bien assimilés par l'opinion et le corps médical lui-même.

D'abord, l'obstination déraisonnable (qu'on appelle encore acharnement thérapeutique), qui prolonge une existence à n'importe quel prix et ainsi ne respecte pas la personne qui meurt, est interdite et donc passible des tribunaux. En clair, des traitements qui seraient disproportionnés ou inutiles ne doivent pas être entrepris et on doit savoir les limiter dans certains cas lorsqu'ils ont été commencés. D'aucuns ont confondu cette disposition avec ce que l'on nomme parfois mais d'une manière incohérente « l'euthanasie passive ». Cette expression, particulièrement confuse, est à bannir pour la clarté du débat, car l'omission ou la limitation de traitements, quand elle signe simplement l'acceptation de la mort qui vient, n'équivaut nullement à provoquer la mort délibérément, ce qui est la définition reçue de l'euthanasie. Par conséquent, le refus de l'obstination déraisonnable ne saurait être identifié à une quelconque forme d'euthanasie.

Ensuite, toute souffrance, frappant un malade en phase avancée ou terminale d'une affection grave et incurable, doit être soulagée, même si sa vie devait s'en trouver abrégée. Aujourd'hui, toutes les souffrances physiques peuvent être apaisées, ne serait-ce que par le recours à l'endormissement (la sédation en phase terminale) face aux douleurs réfractaires. Le problème principal pour l'application de cette disposition réside dans la formation très inégale du corps médical. Les souffrances psychologiques, voire existentielles, sont-elles concernées par ce principe ? Bien que les traitements médicamenteux ne soient naturellement pas les seuls à être indiqués et que tout un climat relationnel et même social soit requis pour soulager ces souffrances, celles-ci, dès lors qu'elles sont subies par un malade en phase avancée ou terminale, peuvent entrer dans le champ de la loi, ce qui ne signifie pas qu'il soit toujours éthique d'y répondre d'une manière médicamenteuse.

Enfin, chacun est libre de refuser tout traitement, investigations comprises, au nom du principe de la protection contre toute intrusion non consentie dans son propre corps. On peut, certes, considérer que se soigner est une exigence morale, mais, ultimement, c'est-à-dire après un dialogue sérieux avec le soignant, la personne doit être respectée dans son choix de refuser les traitements qui lui seraient proposés. Cette liberté peut s'exercer indirectement quand le malade n'est pas en état de s'exprimer : d'une part, il a pu désigner une personne de confiance (disposition déjà présente dans la loi du 4 mars 2002) qui sera alors obligatoirement consultée, d'autre part, il lui est loisible de rédiger des directives anticipées dont le médecin devra obligatoirement tenir compte.

Le législateur a maintenu l'interdiction faite au médecin de provoquer délibérément la mort du patient (euthanasie), ou de lui fournir un poison mortel (suicide assisté). La loi du 22 avril 2005 a été complétée par plusieurs décrets, précisant et améliorant le dispositif qui ne se présente donc pas comme statique[1]. Les trois principes qu'on vient de résumer situent la France en précurseur des pays ayant récemment légiféré sur la fin de vie comme l'Argentine, l'Espagne, la Suède, l'Allemagne, alors que les pays du Benelux, seuls au monde à avoir donné le droit aux médecins de faire mourir les patients délibérément, apparaissent isolés malgré leur militantisme ardent.

Parce que la question du mal mourir hante les sociétés développées et que la demande toujours plus insistante de maîtriser ses derniers instants est formulée par de nombreuses personnes, les gouvernants subissent des pressions pour légaliser l'euthanasie et/ou le suicide assisté.

1 Ainsi, pour ne prendre qu'un exemple, le décret n° 2010-107 du 29 janvier 2010 (*JO* du 30 janvier 2010) relatif aux conditions de mise en œuvre des décisions de limitation ou d'arrêt de traitement précise que l'entourage peut déclencher la procédure de questionnement sur le caractère déraisonnable ou non des traitements.

Du rapport Sicard (2012) …

Ainsi, lors de la campagne présidentielle de 2012, le candidat Hollande avait évoqué la fin de vie : « Je proposerai que toute personne majeure en phase avancée ou terminale d'une maladie incurable, provoquant une souffrance physique ou psychique insupportable, et qui ne peut être apaisée, puisse demander, dans des conditions précises et strictes, à bénéficier d'une assistance médicalisée pour terminer sa vie dans la dignité. » La rédaction de cette vingt-et-unième proposition de son programme pouvait convenir à ceux qui souhaitaient l'ouverture à une légalisation de l'euthanasie et/ou du suicide assisté, ce que laissait entendre la formule finale : « bénéficier d'une assistance médicalisée pour terminer sa vie dans la dignité ». En effet, l'expression « mourir dans la dignité » a fini par signifier pour beaucoup « mourir euthanasié ou par suicide assisté », en raison du *lobbying* très efficace d'une association utilisant cet étendard sémantique (l'ADMD : Association pour le droit à mourir dans la dignité). Mais on pouvait aussi lire la proposition autrement : d'une part, sa rédaction avait évité soigneusement les mots euthanasie et suicide assisté, d'autre part l'expression « mourir dans la dignité » pouvait recevoir un sens conforme aux exigences de la loi Leonetti qui martelait à quatre reprises que le médecin était appelé à « sauvegarder la dignité du mourant ». Mourir dans la dignité pouvait aussi bien signifier alors ceci : être respecté dans sa liberté, ne pas être victime d'obstination déraisonnable, être soulagé dans sa douleur, ne pas être supprimé. Dans cette seconde perspective, la proposition 21 de la campagne présidentielle pouvait simplement chercher à améliorer le dispositif actuellement en vigueur mais sans en ébranler la logique et l'équilibre.

Deux mois après son élection survenue en mai 2012, François Hollande a mandaté le professeur Sicard pour rédiger un rapport sur la fin de vie. Après des consultations menées auprès du public dans différentes villes de France, celui-ci a rendu son rapport le 18 décembre d'où ressortent deux constats majeurs : d'une part, la loi actuelle requiert un effort considérable pour que l'ensemble de la société, des médecins et des soignants se l'approprient, d'autre part, les citoyens manifestent la crainte de mourir dans des conditions inhumaines. La commission propose des réflexions riches et variées mais sans trop se hasarder à formuler des préconisations. Le rapport « ne recommande pas de prendre de nouvelles dispositions législatives en urgence sur les situations de fin de vie » mais insiste sur deux points : d'une part, il réclame un effort important pour faire connaître la loi actuelle, développer les soins palliatifs et la formation des personnels soignants, d'autre part il estime que la légalisation de l'euthanasie serait une voie très dangereuse. Voici en quels termes il s'exprime sur ce dernier sujet : « Le geste euthanasique à la demande des personnes malades, tel qu'il est à ce jour autorisé dans le seul Benelux, est un acte médical qui, par sa radicalité dans son accomplissement, et par sa programmation précise dans le temps, interrompt soudainement et prématurément la vie.

[…] L'euthanasie engage profondément l'idée qu'une société se fait des missions de la médecine, faisant basculer celle-ci du devoir universel d'humanité de soins et d'accompagnement à une action si contestée d'un point de vue universel. La commission ne voit pas comment une disposition législative claire en faveur de l'euthanasie, au nom de l'individualisme, pourrait éviter ce basculement.

Elle rappelle au demeurant que tout déplacement d'un interdit crée d'autres situations limites, toujours imprévues initialement et susceptibles de demandes réitérées de nouvelles lois. À titre d'exemple, en Belgique, vingt-cinq projets d'extension des cas de figure prévus par la loi ont été proposés depuis 2002…. ».

En revanche, le rapport paraît moins sévère devant la perspective d'une légalisation du suicide assisté, se bornant, dans cette hypothèse, à émettre deux recommandations : « la garantie stricte de la liberté de choix en témoignant de l'autonomie de la personne, l'impératif d'impliquer au premier chef la responsabilité de l'État et la responsabilité de la médecine. ».

… à la saisie du CCNE (2013)

Le jour même où le rapport était remis au président la République, celui-ci publiait un communiqué demandant au Comité consultatif national d'éthique (CCNE) d'explorer trois directions indiquées dans ce rapport :

« Comment et dans quelles conditions recueillir et appliquer des directives anticipées émises par une personne en pleine santé ou à l'annonce d'une maladie grave, concernant la fin de sa vie ?

Selon quelles modalités et conditions strictes permettre à un malade conscient et autonome, atteint d'une maladie grave et incurable, d'être accompagné et assisté dans sa volonté de mettre lui-même un terme à sa vie ?

Comment rendre plus dignes les derniers moments d'un patient dont les traitements ont été interrompus à la suite d'une décision prise à la demande de la personne ou de sa famille ou par les soignants ? »

La première piste cherche à préciser le cadre des directives anticipées, la deuxième ouvre la perspective du suicide assisté, la troisième évoque la question de la sédation.

Chacune de ces trois directions mérite analyse, en réservant la plus grande attention à la deuxième car c'est elle qui pourrait fragiliser lourdement l'équilibre de la loi présente. Elle sera présentée après les deux autres.

Le statut des directives anticipées

Dans les pays où existe la possibilité de directives anticipées, appelées aussi parfois testament de vie, on constate une assez grande variété de dispositions qui rendent ces directives plus ou moins accessibles, plus ou moins contraignantes.

En France, ces directives rédigées sur papier libre ne sont pas toujours très disponibles en cas de nécessité et, de plus, elles sont mal connues du public. Certaines mesures pourraient aisément faire l'objet d'un consensus, comme le déclenchement d'une campagne d'information et leur inscription sur un support accessible aux soignants, par exemple, la carte vitale.

Quel degré de contrainte pour ces directives ?

Plus délicate est la question du degré de contrainte de ces directives. Selon les termes de la loi, elles expriment des « souhaits » dont le médecin doit « tenir compte ». On s'est parfois offusqué devant ces formules dont on a considéré qu'elles affaiblissaient le respect dû à la volonté des patients en refusant aux directives le statut de consignes et en leur donnant celui de simples souhaits dont le médecin devait tenir compte, mais sans être, semble-t-il, réellement engagé par elles. Mais il faut constater que même dans un pays comme l'Espagne où les directives anticipées sont des instructions préalables très formalisées et très contraignantes, « personne n'ose dire ouvertement qu'elles sont d'accomplissement obligatoire en toute circonstance[2] ». Ne pas accorder force obligatoire aux directives anticipées vient de ce que l'on ne peut mettre exactement sur le même plan un consentement contemporain de l'acte médical et un consentement anticipé, ne serait-ce que parce que la situation objective peut ne pas correspondre à ce qui était initialement envisagé et que la dynamique de l'échange est rompue. On comprend donc les réserves du Conseil national de l'ordre des médecins dans son document du 9 février 2013, rédigé à la suite de la publication du rapport Sicard, et où est affirmé que ces directives ne peuvent pas avoir le caractère d'une « injonction ». Mais cela n'empêche pas qu'une rédaction plus précise serait possible, donnant moins l'impression de donner à la liberté du patient ce qu'on lui retirerait aussitôt en laissant une trop grande marge d'appréciation au médecin.

La proposition de loi de Jean Leonetti

C'est pour dissiper ce malentendu que Jean Leonetti a déposé une proposition de loi[3], enregistrée le 27 février sur le bureau de l'Assemblée nationale, dans laquelle il suggère d'apporter la précision suivante au Code de la santé publique : « Lorsque les directives anticipées sont rédigées sous la forme d'un projet de soins validé à la fois par le patient et par le médecin, et éventuellement visé par la personne de confiance, elles s'imposent au médecin. Les décisions résultant de ces directives anticipées sont prises de manière collégiale et doivent être inscrites dans le dossier médical du patient ». Cette rédaction présente l'avantage de donner aux directives anticipées une valeur plus impérative (celles-ci « s'imposeraient » au médecin qui, donc, ne pourrait pas seulement en « tenir compte ») sans toutefois nier la marge inévitable d'interprétation puisqu'il y a toujours des « décisions » concrètes à prendre, quand ces directives « s'imposent ». L'autre intérêt de cette proposition est qu'elle évite la rupture de l'alliance thérapeutique entre le médecin et son patient en échappant à deux risques symétriques : celui d'un retour au paternalisme médical et celui d'une transformation du médecin en prestataire de services, dans une optique consumériste, puisque les directives anticipées seraient validées par le patient et le médecin.

Le problème de la sédation

Lorsqu'un patient arrive en fin de vie, tout doit être mis en œuvre pour soulager ses souffrances, y compris dans leur dimension psychique et existentielle. Or, parmi les moyens disponibles, outre les analgésiques et, bien évidemment, les ressources de l'accompagnement psychologique, spirituel, relationnel, se propose « la sédation en phase terminale » qui permet au patient de décéder durant son sommeil.

Qu'appelle-t-on sédation en phase terminale ? Selon la définition entérinée par la Haute Autorité de Santé, c'est « la recherche, par des moyens médicamenteux, d'une diminution de la vigilance pouvant aller jusqu'à la perte de conscience, dans le but de diminuer ou de faire

2 (1) San Julián Puig V. (2007), « Les directives anticipées en France et en Espagne », *Revue de droit sanitaire et social*, nº 1, janvier-février, p. 95.

3 Cette proposition a fait l'objet d'un intéressant échange à l'Assemblée nationale, d'abord en commission le 17 avril 2013, puis dans l'Hémicycle le 25 avril 2013.

disparaître la perception d'une situation vécue comme insupportable par le patient, alors que tous les moyens disponibles et adaptés à cette situation ont pu lui être proposés et mis en œuvre sans permettre d'obtenir le soulagement escompté par le patient ». La loi actuelle prévoit que cette sédation soit proposée par le médecin quand la situation l'exige.

La nécessaire distinction entre sédation et euthanasie

Or, il arrive que des sédations ne poursuivent pas ces objectifs d'accompagnement de la mort qui vient, mais soient utilisées comme des moyens de faire mourir volontairement et sciemment le patient, flirtant ainsi dangereusement avec une euthanasie qui ne dirait pas son nom. Certes, la frontière, dans la pratique, peut paraître parfois bien ténue, mais, que l'on soit partisan ou non de la légalisation de l'euthanasie, il est indispensable, pour la clarté des pratiques médicales et de leur qualification éthique et juridique, de bien distinguer la sédation en phase terminale, parfaitement conforme en son principe aux repères éthiques et juridiques d'accompagnement du processus du mourir, d'une entreprise sédative à visée euthanasique dont l'objectif prioritaire serait de faire mourir le patient par l'administration de doses d'antalgiques ou d'anesthésiants intentionnellement létales. Ainsi, aux Pays-Bas, nation qui a légalisé et intériorisé l'euthanasie, on a pu constater ces dernières années une très forte augmentation des sédations, corrélativement à une diminution assez sensible des euthanasies officielles. Les premières offrent « l'avantage » de n'avoir pas à être déclarées à la justice, ce qui évite la contrainte des vérifications *a posteriori* des critères de minutie (c'est ainsi qu'on nomme les conditions légales de l'euthanasie). On devine aisément que, sous le prétexte de soulager les souffrances, on décide, en fait, de faire mourir le plus rapidement possible le patient, avec ou sans son consentement…

C'est pourquoi l'expression « sédation terminale », qui vient parfois remplacer celle de « sédation en phase terminale », présente l'inconvénient d'introduire un flou dommageable dans la description de la situation, alors que la clarté est indispensable au repérage éthique. Pourtant, les meilleurs esprits se laissent parfois entraîner à la confusion. Ainsi le Conseil national de l'ordre des médecins, dans le texte déjà cité, évoque-t-il la possibilité d'une « sédation, adaptée, profonde et terminale » et, de son côté, le rapport Sicard utilise l'expression quand il prétend, à tort, que « la loi Leonetti autorise une sédation terminale accompagnant l'arrêt des soins de supports vitaux ».

Permettre au patient de demander un traitement à visée sédative

Cela signifie-t-il que le dispositif actuel doive demeurer en l'état ? Non. On a noté que la sédation en phase terminale pouvait être proposée par le médecin. Elle pourrait désormais être demandée par le patient lui-même quand ses souffrances, quelle qu'en soit la nature, ne pourraient plus être soulagées efficacement. Ainsi, une amélioration en direction d'une plus grande liberté accordée au patient pourrait être envisagée en laissant à ce dernier l'initiative de la sédation en phase terminale, initiative qui ne serait plus réservée au seul corps médical. C'est le sens de l'autre volet de la proposition de loi de Jean Leonetti qui précise que c'est le patient qui peut demander « l'administration de ce traitement à visée sédative, y compris si ce traitement peut avoir pour effet secondaire d'abréger la vie. ».

Sans doute pourrait-on franchir un pas de plus et, lorsque la personne n'est plus en état de s'exprimer, lui permettre de formuler sa demande d'un tel traitement par l'intermédiaire des directives anticipées et de la personne de confiance.

Le suicide assisté, une question périlleuse

Le président de la République a confié au Comité consultatif national d'éthique le soin d'examiner les modalités selon lesquelles un patient « atteint d'une maladie grave et incurable » pourrait être « assisté dans sa volonté de mettre lui-même un terme à sa vie ». On notera qu'il ne s'agit pas nécessairement de soulager la souffrance de cette personne, ce qui revient, en définitive, à faire droit à sa requête d'être assisté dans son suicide au nom de sa « liberté », même si le mot n'est pas prononcé. En outre, rien dans la formulation de la demande présidentielle n'indique que l'assistance au suicide soit exclusivement réservée à une personne, en phase avancée ou terminale d'une maladie. En effet, des maladies graves et incurables n'interdisent pas nécessairement une longue espérance de vie. C'est donc bel et bien la question du suicide et de la complicité de suicide qui est posée.

L'État doit-il donner les moyens de se supprimer à toute personne qui le demanderait, dès lors qu'elle serait consciente et autonome ? Comment interpréter une telle proposition ?

Combattre le suicide chez les personnes âgées mais aussi chez les personnes malades et en fin de vie

Il y a d'abord un problème de cohérence. Comment conjuguer cette offre d'une assistance au suicide avec l'inquiétude expri-

mée durant l'été 2012 par Michèle Delaunay, la ministre déléguée chargée des Personnes âgées et de l'Autonomie, qui s'alarmait de l'augmentation des suicides dans cette catégorie de la population ? Son constat, lucide, était ainsi formulé : « Il ne s'agit pas d'appel au secours mais de formes de suicides qui répondent à la volonté ferme qu'aucune main ne puisse venir en interrompre le cours. Il s'agit bien d'en finir avec une vie qui ne paraît plus digne d'être vécue. » Avec bon sens, la ministre ne s'était pas demandé comment encadrer ces suicides dont le caractère radical était particulièrement éprouvant pour ceux qui restent (malgré toutes les postures de déni), mais avait rappelé opportunément que chaque citoyen était comptable de ces gestes de désespoir et elle disait son souhait de préparer des mesures et une loi pour lutter contre ce fléau. En particulier, elle insistait sur la priorité à donner à la lutte contre l'isolement des personnes âgées, l'amélioration des conditions sociales de ceux dont les revenus ne leur permettaient pas une vie digne. La contradiction avec l'objectif élyséen est ici flagrante. En effet, comment expliquer que, pour certains, le suicide mériterait approbation et soutien de l'État tandis que pour d'autres (qui seraient parfois les mêmes), tout devrait être mis en œuvre pour le combattre ?

« Mourir dans la dignité » : une expression à interroger

L'assistance au suicide présuppose que l'acte de mettre fin à ses jours, dans certaines situations que le législateur pourrait définir, serait l'expression d'une « liberté » que l'État devrait garantir. C'est là un préjugé qu'il convient de discuter. Comment soutenir que la personne qui ne voit d'autre issue à son existence que la mort volontaire soit réellement libre ? À l'évidence, cette liberté n'en est pas une puisque aucun autre choix ne se présente à la personne désespérée. Quand on est dans une impasse, est-on réellement libre ?

On affirme que mourir dans la dignité, ce serait s'en aller fièrement et librement quand certaines capacités physiques et intellectuelles auraient diminué ou bien que l'horizon de la mort se profilerait de manière inéluctable. Le suicide serait une liberté que le droit devrait garantir moyennant un encadrement précis. Mais la question n'est pas celle de la vérification obsessionnelle, forcément sujette à fluctuation, des conditions de l'exercice de ce droit paradoxal. C'est le statut de la réponse éthique et politique de la société à cette demande qui pose problème. Faut-il conforter autrui dans l'idée que sa vie n'est plus digne d'être vécue ? Et lui susurrer que, puisque tel est son choix, nous ne pouvons que souscrire à sa demande ? Mais sans oser lui dire brutalement que cette curieuse conception libérale-libertaire permettrait peut-être de résorber le déficit de la Sécurité sociale… Déjà, réactivant un concept du sociologue Durkheim, on se met à parler de suicide altruiste. En Belgique, lorsqu'un écrivain renommé a « bénéficié » d'une mort légalement administrée, parce qu'il sentait ses aptitudes intellectuelles s'affaiblir, c'est le ministre de la Culture qui est venu solennellement expliquer : « Je le connais suffisamment pour savoir qu'il voulait partir dans la fierté et la dignité ». Le message collatéral n'est pas subliminal : ceux qui voient leurs forces décliner auraient-ils donc perdu toute « fierté » et toute « dignité » ?

Quel est le statut juridique du suicide dans notre société ? Ni approuvé ni encouragé, il n'est cependant pas interdit par la loi. Seule est condamnée la provocation au suicide. Mais il n'en résulte pas que celui-ci soit un droit. S'agissant du suicide, les juristes parlent alors de liberté « civile » ou « personnelle » pour indiquer que le suicide (qui désigne étymologiquement le fait de se tuer soi-même) échappe à la qualification d'homicide car le suicidaire et le suicidé sont d'abord des victimes d'eux-mêmes. Ouvrir un droit au suicide, ce serait ébranler la logique juridique de notre édifice et troubler gravement nos repères éthiques. Comme l'a dit Robert Badinter le 16 septembre 2008 lors de la mission d'évaluation de la loi dite Leonetti, le droit pénal n'a pas qu'une fonction répressive, il exerce « aussi une fonction expressive et, à ce titre, il doit traduire les valeurs d'une société. ». Et il ajoutait que le passage de la liberté de se suicider au droit de se suicider « signifierait que j'aurais une créance, par définition contre la collectivité, la nation, l'État, pour exercer ce que l'on appellerait un droit opposable au suicide, ce qui impliquerait que des dispositions soient prises dans les hôpitaux pour que je puisse m'y rendre et faire part de ma décision d'en finir. Des établissements seraient consacrés à la fin de vie. Je dis : non ! C'est une perspective que je ne veux même pas envisager. ».

La fureur de légiférer n'est pas toujours bonne conseillère.

LA PRESSE QUOTIDIENNE : ENTRE DOUTES ET ESPOIRS

Patrick Le Floch
Maître de conférences en économie – Sciences Po Rennes
Chercheur permanent au CIHAPS (Rennes 2)

La crise économique de 2008 a fragilisé davantage encore, quels que soient les pays, le secteur de la presse que de profondes mutations affectaient déjà fortement depuis plusieurs années. En France, les quotidiens pâtissent de la concurrence du numérique, du tarissement de leurs ressources publicitaires, du vieillissement de leur lectorat, et, s'agissant de la presse régionale, d'une concentration excessive qui a nui à leur renouvellement. Patrick Le Floch expose les grands défis auxquels doit faire face la presse quotidienne : assurer une meilleure maîtrise de ses coûts, rationaliser son système de distribution, trouver aussi des relais de croissance en développant une stratégie multi-supports.

C. F.

Le récent rapport sur les aides à la presse souligne qu'il « *n'est pas abusif de parler de révolution* » pour décrire le paysage de la presse (Mestre 2013). Au cours des dix dernières années, les entreprises de presse ont vécu des évolutions conjoncturelles, mais aussi, et surtout, des mutations structurelles qui n'ont pas encore fini de remodeler leur paysage économique. À partir de 2008, une forte dépression a affecté l'ensemble des économies des pays industrialisés. Dans un tel contexte, le marché publicitaire s'est d'abord effondré, puis a connu une situation de croissance molle. La réduction des investissements publicitaires a conduit à remettre en cause les modèles d'affaires des entreprises qui, jusqu'alors, en majorité, reposaient très largement sur ces recettes de publicité. Si celles-ci sont en proportion inférieures aux recettes de vente, leur perte néanmoins éloigne encore plus les journaux de leur seuil de rentabilité.

Économiquement, la situation devient intenable. Sur les dix dernières années, les statistiques de la Direction générale des médias et des industries culturelles (DGMIC) révèlent un effondrement du chiffre d'affaires de la presse écrite. Le déclin est structurel. Exprimé en valeur constante, il est proche de 30 % pour l'ensemble de la presse, avec une presse locale qui résiste mieux en moyenne : - 19,4 %, contre - 39,4 % pour la presse nationale d'information générale et politique. Au regard de l'effondrement de la presse gratuite de petites annonces (- 68,8 %), on pourrait même se réjouir qu'une faiblesse initiale de la presse quotidienne l'ait finalement protégée des effets dévastateurs de la crise économique. En effet la disparition des titres a été beaucoup plus forte dans les

Tableau 1. Les principales caractéristiques économiques de la presse d'information générale et politique en 2012

Catégories de presse	CA (en milliards d'euros)	Évolution 2000/2011	Ventes au numéro	Abonnement	Publicité commerciale	Petites annonces
Presse nationale d'information générale et politique	1,34	– 39,4 %	38,3 %	27,8 %	31,6 %	2,2 %
Presse locale d'information générale et politique	2,95	– 19,4 %	29,5 %	29,2 %	26,8 %	14,5 %
Presse gratuite d'annonces	0,24	– 68,8 %	0 %	0 %	95,8 %	4,2 %
Total	**9,1**	**– 29,6 %**	**38,3 %**	**27,8 %**	**31,6 %**	**2,2 %**

Source : calculs à partir des données des tableaux statistiques de la DGMIC [2012]. L'évolution du chiffre d'affaires entre 2000 et 2011 est calculée en euros constants.

pays où le modèle d'affaires des quotidiens reposait principalement sur les recettes publicitaires (aux États-Unis, leur part représentait jusqu'à 80 % du chiffre d'affaires total).

Néanmoins, le constat statistique est sans appel. La presse papier connaît un déclin irréversible, qui affecte tous les pays industrialisés. En France, la presse quotidienne, tant nationale que régionale – mais avec des *trends* différents –, connaît la même évolution. On examinera d'abord les éléments explicatifs de cette situation, puis les voies dans lesquelles les éditeurs de presse quotidienne et l'État doivent progresser.

Une presse quotidienne dangereusement fragilisée

Une concentration nuisible à la diffusion

Généralement, il est admis qu'un des facteurs principaux distinguant la presse quotidienne nationale (PQN) de la presse quotidienne régionale (PQR) est le degré de concentration observé sur les marchés. Les éditeurs de presse quotidienne régionale opèrent le plus souvent en situation monopolistique, alors que, dans le cas de la presse quotidienne nationale, la concurrence apparaît *a priori* plus forte, les lecteurs potentiels ayant le choix entre différents titres (même si, dans la pratique, les lecteurs ne considèrent pas nécessairement les quotidiens nationaux comme étant des produits substituables). Sur une vingtaine d'années, la très grande majorité des titres de presse quotidienne connaissent une baisse de leur diffusion, voire parfois un effondrement pouvant conduire à la faillite (*France-Soir* a arrêté d'être imprimé en décembre 2011), ou une fragilisation extrême (*La Provence* ou *Le Progrès* ne réussissent plus à atteindre leur public traditionnel dans les grands centres urbains) (Charon, 2013) (tableaux 2 et 3).

Tableau 2. Évolution de la diffusion de la presse quotidienne nationale (1994-2012)

	1994	2012	Évolution
Le Figaro	386 000	320 000	- 17 %
Le Monde	354 000	288 000	- 19 %
Parisien/Aujourd'hui	423 000	460 000	+ 9 %
France-Soir	203 000	36 000*	- 82 %

*Chiffres OJD arrondis repris de Charon pour 1994. * : diffusion en octobre 2011 avant l'arrêt définitif de la version papier en décembre 2011.*

Tableau 3. Évolution de la diffusion de la presse quotidienne régionale (1990-2010)

	1990	2010	Évolution
Ouest-France	775 084	757 114	- 2,3 %
Le Parisien[(1)]	374 885	290 785	- 22,4 %
Sud-Ouest	353 616	293 065	- 17,1 %
La Voix du Nord	346 862	265 173	- 23,6 %
Le Progrès	342 169	207 262	- 39,4 %
Le Dauphiné Libéré	288 678	231 324	- 19,9 %
NRCO	261 616	188 381	- 28,9 %
La Montagne	239 151	187 836	- 21,5 %
L'Est Républicain	236 164	154 543	- 34,6 %
Le Télégramme	179 538	204 764	+ 14,1 %
DNA	215 465	171 668	- 20,3 %
La Provence	213 678	137 230	- 35,8 %
Midi Libre	179 480	136 695	- 23,8 %
Le Républicain Lorrain	184 202	128 346	- 30,3 %

Chiffres OJD. (1) : avec Aujourd'hui en France, *les ventes s'élèvent à 459 860 exemplaires (soit environ 40 000 exemplaires de moins depuis 2004).* NRCO : Nouvelle République du Centre-Ouest ; DNA : Dernières Nouvelles d'Alsace.

Contrairement à la tendance moyenne du marché, certains titres tirent leur épingle du jeu et résistent mieux que les autres en termes de diffusion (cas de *Ouest-France* dont le recul n'est « que » de 2 %). D'autres connaissent même une progression de leurs ventes (*Le Parisien* – auquel on associe *Aujourd'hui en France* – et *Le Télégramme*). S'il existe très certainement des causes sociologiques et historiques spécifiques expliquant les différences de lectorat selon les territoires, l'argument économique primordial est celui d'un degré de concurrence minimal. La présence de deux quotidiens régionaux indépendants en Bretagne entraîne une saine émulation qui influence positivement la diffusion et le taux de pénétration des titres. Elle oblige les éditeurs à investir massivement dans les rédactions avec en retour un effet généralement positif sur la qualité de l'information appréhendée sous l'angle de sa fraîcheur (informations à J+1 en situation de concurrence contre J+3 en situation de monopole).

Hormis cet exemple, la tendance à la concentration des marchés de la presse quotidienne régionale conduit les éditeurs à relâcher leurs efforts pour essayer de conquérir de nou-

veaux publics. Cette conquête est nécessaire pour stabiliser la diffusion en raison de son érosion continue (décès, migrations professionnelles, abandonnistes…). Mais de nombreux titres n'ont pas fait les efforts suffisants dans les années 1970-1980, période où la croissance du marché publicitaire français, inscrite dans une logique de rattrapage, permettait aux journaux de réaliser des profits importants qui ne les incitaient pas à réaliser des efforts pour satisfaire la demande. Les groupes de la presse quotidienne régionale se sont alors développés autour d'une logique de monopolisation du territoire (rachat de tous les titres existants, offre diversifiée en termes de supports publicitaires…). Les accords de rationalisation de zone ont renforcé la monopolisation des marchés. Cette tendance lourde a soulevé la question du non-respect du pluralisme par des structures de marché où les situations de concurrence relevaient de l'exception. De nombreuses études ont montré une corrélation négative entre le degré de monopolisation des marchés et le niveau de la diffusion.

Une presse de plus en plus fragmentée et aux tarifs élevés

À ces facteurs de dégradation de la diffusion s'ajoutent la hausse du prix de la presse quotidienne – notamment pour la presse quotidienne nationale – qui entraîne des pertes de lectorat (Le Floch, 2010), mais aussi le renforcement de la tendance à la fragmentation de l'audience. Celle-ci se traduit, sur un marché de la presse pourtant en déclin, par une hausse continue du nombre de titres de presse magazine. Cette logique de fragmentation n'est pas propre à la France : aux États-Unis, les analystes parlent de la fin du journal pour tous (« *one size fits for all* »), l'hétérogénéité des attentes du public conduisant les éditeurs de presse, et de manière générale tous les producteurs de contenus, à se différencier en proposant des titres avec des contenus spécifiques.

On ne peut dès lors que constater la fragilité des modèles d'affaires de la presse quotidienne induite par la baisse tendancielle de la diffusion et la fragmentation de la demande. La presse quotidienne s'adresse à deux types d'acheteurs (lecteurs et annonceurs) et s'apparente à une plate-forme d'échanges avec deux versants de marché (Sonnac et Gabszewicz, 2013) : une plate-forme est « *un intermédiaire qui rend possible et facilite les interactions entre deux groupes d'agents qui ont tous deux des gains à interagir* » (Le Floch et Sonnac, 2013). Les effets de réseaux croisés qui en découlent conduisent alors mécaniquement à un cercle vicieux dans lequel l'affaiblissement du versant « lectorat » fragilise le versant « publicité ».

La concurrence du numérique

Lester G. Telser (1966) avait souligné dans un article fondateur le rôle prépondérant des médias dans la diffusion des messages publicitaires. Certains éditeurs de presse, et tout particulièrement les éditeurs de presse quotidienne régionale, occupaient une position incontournable qu'ils pouvaient valoriser par des tarifs publicitaires élevés se justifiant le plus souvent par un taux de pénétration important de la cible recherchée par les annonceurs et la concentration des marchés. Le développement de l'Internet et des nouveaux supports a remis en cause cet avantage monopolistique : les annonceurs peuvent maintenant arbitrer à moindre frais en faveur de nouveaux supports considérés comme plus efficaces que le support papier. Pour les éditeurs, l'impact est sans précédent. La presse gratuite de petites annonces a quasiment fait faillite et ne joue plus son rôle de produit « vache à lait » pour stabiliser financièrement les groupes de presse quotidienne régionale. L'exacerbation de la concurrence sur les supports dématérialisés a conduit à une destruction de valeur pour les éditeurs qui se caractérise par un effondrement des tarifs publicitaires : les spécialistes rappellent que lorsqu'un éditeur pouvait retirer 1 euro d'une publicité achetée sur le papier, le prix tombe à 10 centimes sur le Web et à 1 centime sur les smartphones. Autrement dit, l'attention d'un propriétaire de smartphone est valorisée 100 fois moins que celle d'un lecteur de quotidien. Si ces chiffres donnent uniquement des ordres de grandeur, ils permettent néanmoins de comprendre l'impact dévastateur des évolutions en cours sur les modèles d'affaires de la presse quotidienne.

Les éditeurs de presse sont aussi confrontés à de nouveaux concurrents qui opèrent sur tout ou partie de la gamme des activités de la presse quotidienne : *pure-players* généralistes, sites spécialisés dans l'information ou les petites annonces… La révolution numérique, qui se traduit par la dématérialisation de l'information, que celle-ci soit rédactionnelle ou publicitaire, remet en cause le modèle de la vente liée où les éditeurs pouvaient imposer aux lecteurs toutes les informations parce qu'elles se trouvaient sur le même support physique. La publicité et les petites annonces ont eu tendance à migrer sur le Net, à un rythme qui a été très largement supérieur à celui qu'avaient anticipé les différents acteurs. La faillite de la Comareg (presse gratuite de petites annonces du groupe Hersant Média) a conduit en 2011 au licenciement de plus de 1 500 personnes. Le marché des gratuits de petites annonces s'est contracté en dix ans de plus de 60 % ! Les petites annonces, naguère source

de recettes non négligeables pour les groupes de presse quotidienne (soit directement dans les pages de petites annonces introduites dans le journal, soit indirectement dans les gratuits de petites annonces), sont parties sur des sites qui ont élaboré de nouveaux modèles d'affaires d'une rentabilité extraordinaire (marges opérationnelles pouvant s'élever à 70 %), alors même que les petites annonces sont publiées gratuitement. Lorsque le groupe Ouest-France a revendu 50 % des parts qu'il détenait dans le site de petites annonces *leader* en France (leboncoin.fr), les commentaires ont souligné l'excellente affaire réalisée avec cette récupération de 200 millions d'euros, alors que le chiffre d'affaires du site n'était que de 39 millions d'euros. Mais, il n'est pas certain que l'affaire ait été aussi profitable que cela pour le groupe breton qui s'est désengagé d'une activité à très haut rendement (Le Floch et Sonnac, 2013).

Les principaux défis que la presse quotidienne doit relever

Les enjeux de la presse quotidienne peuvent être résumés très facilement : comment faire en sorte de se rapprocher de l'équilibre économique, voire de dégager des excédents, pour les activités liées au papier, tout en réalisant les investissements nécessaires au développement de nouvelles activités sur de nouveaux supports, dans un contexte macroéconomique difficile où les marges de manœuvre de l'État sont réduites ?

Assurer une meilleure maîtrise des coûts

Le premier impératif est d'assurer une meilleure maîtrise des coûts. Une règle de gestion basique doit être respectée : réduire les coûts dans les mêmes proportions que la baisse du chiffre d'affaires. Compte tenu de la répartition entre les coûts fixes et les coûts variables, les éditeurs de presse quotidienne doivent engager des plans de réduction des effectifs qui, contrairement aux pays scandinaves ou aux États-Unis, n'ont pas encore été véritablement réalisés. Dans le secteur de la presse quotidienne française, les ajustements des éditeurs sont toujours beaucoup plus lents que dans les autres pays. Le mécanisme économique en œuvre est là aussi très simple : la réduction du chiffre d'affaires éloigne les éditeurs du seuil de rentabilité, et ne peuvent revenir à l'équilibre qu'en réduisant la voilure nécessaire pour retrouver les économies d'échelle perdues. Au-delà de ces plans de réduction des effectifs que l'on a pu observer dans les structures capitalistiquement les plus fragiles (comme *Libération*), les éditeurs doivent aussi rechercher des gains de productivité dans les activités d'impression et de distribution. C'est ainsi que récemment, *Le Monde* a passé un accord d'impression décentralisée avec *La Dépêche du Midi* qui permet à *La Dépêche* de rentabiliser un outil de production insuffisamment utilisé et au *Monde* d'optimiser sa logistique en étant plus proche de ce marché régional. De tels accords devraient se développer dans la mesure où le portage multi-titres est encore considéré comme un moyen de pallier la distribution trop tardive de la distribution postale et de compenser les fortes baisses observées au niveau des ventes au numéro.

Au-delà de l'obligation qui s'impose aux éditeurs de réaliser des économies de coûts, le système de distribution, construit autour de la loi Bichet en 1947, connaît une crise très grave qui laisse planer un doute concernant la capacité de Presstalis (ex-Nouvelles Messageries de la Presse Parisienne – NMPP) à survivre dans un environnement social très tendu (les ouvriers du Livre ont bloqué une trentaine de fois la distribution de toute la presse entre septembre 2012 et février 2013 ; rappelons que le syndicat du Livre avait réussi à faire en sorte qu'une partie des ouvriers travaillant dans l'impression soient reclassés au sein des NMPP, tout en continuant à bénéficier de leur convention salariale) et un contexte économique qui ne laisse guère espérer des jours meilleurs en ce qui concerne la vente au numéro. L'Observatoire de la presse rapporte que la vente au numéro a baissé de 24 % entre 2007 et 2012 et que le nombre de points de vente n'est plus que de 27 497 (- 8 % au cours des trois dernières années). L'équation est posée : marché en forte baisse et moins de points de vente impliquent inévitablement que Presstalis et les Messageries Lyonnaises de Presse doivent réaliser de fortes économies sous peine de compromettre encore plus la capacité de survie du système. Pour l'essentiel, la viabilité du système est remise en cause par l'existence de sureffectifs et de surcoûts liés à la distribution de la presse quotidienne nationale. Les différents plans de rationalisation ont été grandement insuffisants. La configuration du secteur sera très certainement modelée par l'État qui subventionne fortement la distribution de la presse.

Trouver des relais de croissance

Le deuxième axe de la stratégie à mettre en œuvre est de trouver des relais de croissance, sans lesquels les groupes de presse (tout au moins une partie d'entre eux) sont voués à disparaître, dans leur configuration capitalistique actuelle. Sans nous focaliser ici sur les stratégies de diversification suivies par certains éditeurs (comme le *Washington Post* dans des activités de formation, ou Amaury et le groupe Le Télégramme dans l'événementiel sportif), il convient de revenir sur les mo-

teurs de croissance qui s'approchent du cœur de métier des éditeurs. Différents axes de réflexion sont envisageables selon les choix initiaux effectivement réalisés par les éditeurs. Dans le cas où ceux-ci ont déjà fortement investi dans des capacités d'impression, il est nécessaire de les rentabiliser et de faire en sorte que les surcapacités d'impression existantes en France ne soient plus un frein, mais un vecteur de croissance. Peut-être qu'un des savoir-faire des éditeurs historiquement ancrés dans l'industrie de la presse par l'acquisition de rotatives est d'offrir leurs plate-formes logistiques pour distribuer d'autres produits que du papier. Un deuxième axe de réflexion porte sur le cœur de métier : une entreprise de presse n'est-elle pas une entreprise dont la vocation est de créer une filière de l'information où la création de valeur proviendra des canaux de recherche, de mise en forme et d'utilisation de l'information sur tous les supports qu'ils soient anciens (le papier) ou récents (le numérique) ?

Les presses quotidiennes nationale et régionale ont déjà commencé de développer une stratégie multi-supports – web, mobile, tablettes, Facebook, Twitter –. *Ceteris paribus*, la presse quotidienne nationale opère dans un marché plus concurrentiel, avec l'apparition de *pure players*, qui concurrencent les sites d'information de la PQN, et la confrontation avec les *news magazines* qui sont sur les nouveaux supports en concurrence directe avec les quotidiens. Le développement de la dématérialisation remet en cause les anciennes frontières entre les quotidiens et les hebdomadaires. Le fait d'opérer sur un marché concurrentiel incite sans doute les éditeurs de PQN à se développer plus rapidement sur ces supports que ne le font les éditeurs de PQR qui conservent toujours une forme d'inscription dans leurs territoires d'origine, avec une audience numérique qui semble en partie contrainte par le positionnement géographique du papier.

Si les éditeurs du *print* paraissent globalement à la recherche de nouvelles audiences sur tous les supports, la presse quotidienne française est en retard. Le *New York Times*, souvent considéré comme un exemple à suivre en raison de son dynamisme et de sa capacité d'expérimentation, avait en avril 2012 une diffusion numérique (abonnement au format journal *via* le Net) représentant 28 % de sa diffusion totale. Avec une part de 9 %, *Le Monde*, *leader* en France, est encore loin derrière. Et des titres comme *Aujourd'hui* et *L'Humanité* n'ont respectivement que 58 et 4 abonnés en 2012, soit entre 0,03 % et 0,01 % de leur diffusion totale…

Ces exemples montrent que, si le développement multi-supports est crucial pour la pérennité des titres, tous ne réussiront pas à s'imposer sur ces créneaux, tout particulièrement au niveau de la presse nationale qui opère dans un environnement ultra-concurrentiel. Il est important que les éditeurs réussissent à stabiliser leurs modèles d'affaires qui restent, encore en 2013, très incertains et qui oscillent selon les périodes du modèle du tout-payant au modèle gratuit en passant par des modèles hybrides qualifiés de *freemium* (avec une partie gratuite et une partie payante).

La concrétisation de ces axes stratégiques passera par la redéfinition du rôle de l'État. Plusieurs rapports sont venus récemment requestionner l'intervention de l'État dans le secteur de la presse – Cour des Comptes (2013), Françaix (2012) ou Mestre (2013). Tous soulignent que, si la presse doit être aidée, le système doit évoluer dans le sens d'une rationalisation des moyens mis en œuvre. L'effort de l'État est très important. Il est supérieur à 10 % du chiffre d'affaires du secteur. Mais plusieurs questions sont posées : les unes tenant au saupoudrage des aides, avec une sorte de millefeuilles législatif et réglementaire dont la France a le secret ; les autres à son inefficacité, avec un système privilégiant le statique au dynamique. Si, avec le temps, le système d'aides s'améliore, avec l'introduction depuis 1999 du Fonds de modernisation de la presse qui visait à aider les journaux qui investissaient, les subventions accordées sont encore économiquement quelque peu irrationnelles : pourquoi aider un titre comme *France-Soir* à acquérir une rotative alors même qu'il avait une très faible diffusion et que des surcapacités d'impression existaient par ailleurs ? y a-t-il un seuil à partir duquel l'État ne doit plus aider un titre (le rapport Cardoso a montré que le montant des aides directes pouvait dépasser 30 % du chiffre d'affaires de certains titres de la presse quotidienne nationale) ? ne conviendrait-il pas d'avoir un traitement égalitaire dans les aides accordées au *print* et celles accordées dans le numérique (exemple de taux de TVA différents) ?

C'est en répondant à ces questions que l'État et les éditeurs permettront de modeler le paysage du futur. Nul doute que les contraintes budgétaires qui pèsent sur l'État français l'obligeront à réaliser des arbitrages dans le sens d'un renforcement du dynamisme et de l'innovation dans un secteur qui n'est, pour le moins, pas sans incidence dans le fonctionnement de la démocratie.

BIBLIOGRAPHIE :

- **Cardoso A.** (2010), « La gouvernance des aides publiques à la presse », Rapport remis au ministre du Budget, des Comptes Publics et de la Réforme de l'État et au ministre de la Culture et de la Communication, septembre.
- **Charon J.-M.** (2013), *La presse quotidienne*, Paris, La Découverte, Collection Repères.
- **Charon J.-M. et Le Floch P.** (2011), *La presse en ligne*, Paris, La Découverte, Collection Repères.
- **Cour des comptes** (2013), « Le plan d'aide à la presse écrite 2009-2011 : une occasion de réforme manquée », Rapport public annuel, février.
- **Français M.** (2012), Avis présenté au nom de la Commission des affaires culturelles et de l'éducation sur le projet de loi de finances pour 2012 : tome VII : Médias, livre et industries culturelles : presse, *Assemblée Nationale*, 12 octobre.
- **Le Floch P.** (2010), « Bilan des 10 ans du Fonds de modernisation de la presse », Rapport pour la Direction générale des médias, de l'information et de la communication, Service rattaché au ministère de la Culture et de la Communication, janvier.
- **Le Floch P. et Sonnac N.** (2013), *Économie de la presse à l'ère numérique*, Paris, La Découverte, Collection Repères.
- **Maistre R.-O.** *et alii* (2013), « Les aides à la presse », Rapport remis à la ministre de la Culture et de la communication, avril.
- **Sonnac N. et Gabszewicz J.** (2013), *L'industrie des médias à l'ère numérique*, Paris, La Découverte, Collection Repères.
- **Telser L. G.** (1966), « Supply and demand for advertising messages », *American Economic Review*, 56(1/2).

Tous les 2 mois
128 pages 9,80 €
Questions internationales
fête ses 10 ans
L'actualité internationale décryptée par les meilleurs spécialistes
La France dans le monde
Les villes mondiales
L'Italie
Le Sahel en crises
La Russie
L'humanitaire
Brésil
Allemagne
Numéros restant à paraître en 2013
Ils dirigent le monde
Acteurs et réseaux d'influence (n°63)
Les Etats-Unis (n°64)
Abonnement à 6 numéros : 48 €
Tarif spécial étudiants et enseignants : 40 €
Tarif spécial bibliothèques et CDI : 43,20 €
La documentation Française
En vente chez votre libraire, en kiosque,
sur www.ladocumentationfrancaise.fr
et par correspondance : DILA - CS 10733
23 rue d'Estrées - 75345 Paris cedex 07

UN NOUVEAU PAS VERS LA FLEXICURITÉ : L'ACCORD NATIONAL INTERPROFESSIONNEL DU 11 JANVIER 2013

Michel Lallement
Professeur de sociologie au Cnam
membre du Lise-CNRS

Conçu comme un nouveau pas en faveur de la « flexicurité », l'accord interprofessionnel du 11 janvier 2013 suscite de vifs débats. Présenté comme historique par le gouvernement et la présidente du MEDEF, aussi bien du point de vue du dialogue social que sur le plan de la réforme du marché du travail, il est fortement contesté par une partie des organisations syndicales et par la gauche de la gauche, au motif qu'il privilégierait nettement l'aspect « flexibilité » à l'orientation « sécurité ». Selon Michel Lallement, cet accord, dont il présente ici les grandes lignes, ne mérite ni les critiques virulentes ni les commentaires élogieux dont il fait l'objet. Pour la bonne raison que ses effets sur le marché du travail sont très difficiles à anticiper : non seulement les conséquences des mesures de flexibilisation sont tout à fait incertaines en matière d'emploi, mais surtout, le texte transfère plusieurs décisions importantes aux échelons de la branche et de l'entreprise ; or, il est trop tôt pour savoir à quoi aboutiront les négociations.

C. F.

Au début de l'année 2013, près de cinq ans après qu'une crise économique de grande ampleur a durablement affaibli l'ensemble des marchés du travail européens, trois confédérations syndicales françaises de salariés (CFDT, CFTC et CFE-CGC) ratifient avec l'ensemble des organisations patronales (MEDEF, CGPME, UPA) un projet d'accord national interprofessionnel intitulé « Pour un nouveau modèle économique et social au service de la compétitivité des entreprises et de la sécurisation de l'emploi et des parcours professionnels des salariés ». La CGT et FO n'apportent pas leurs signatures à un texte qui, au nom de l'efficacité et de la solidarité, donne un nouvel élan à la « flexicurité », mélange de flexibilité et de sécurité du travail et de l'emploi.

Un texte dans son contexte

Très attendu par le pouvoir en place, considéré comme historique par la présidente du MEDEF, vivement critiqué en revanche par une partie des organisations syndicales et par la « gauche de la gauche », l'accord du 11 janvier doit être analysé à la lumière d'un contexte particulier. Il est ratifié d'abord dans une période fortement marquée par les effets de la crise. Le marché du travail en enregistre les conséquences. Un tout petit peu moins de 100 000 emplois ont été détruits durant les seuls douze mois de 2012. À la fin de cette même année, le taux de chômage a franchi la barre des 10 % alors qu'en 2008 il était encore inférieur à 8 %. Chez les jeunes actifs, la situation n'a jamais été aussi difficile : le taux de chômage des 15-24 ans dépasse les 25 %. À la fin de l'année 2012, la France est ainsi

sur le point de connaître une situation comparable à celle de 1997, année noire de la précédente décennie.

Quand les partenaires sociaux se retrouvent autour d'une table pour négocier, la crise a donc fait son œuvre. D'autres éléments encore pèsent sur les orientations qui vont être retenues dans le texte. La France compte plus de trois millions de demandeurs d'emploi sans activité et plus de deux millions de chômeurs en fin de droits (personnes privées, autrement dit, des revenus de l'assurance chômage). L'incertitude professionnelle a encore gagné du terrain. En 2012, plus de 12 % des emplois sont précaires, les deux tiers des embauches s'opèrent sur contrats à durée déterminée de moins d'un mois, le taux de sous-emploi des salariés (chômage partiel, temps partiel imposé) dépasse les 5 %…

Si elles sont pressées par une conjoncture particulièrement désastreuse, les organisations patronales et syndicales n'en sont pourtant pas à leur premier coup d'essai. Cinq ans auparavant, un accord national interprofessionnel (11 janvier 2008) sur la modernisation du marché du travail avait déjà pour objectifs la sécurisation des parcours professionnels (par l'amélioration de la mobilité professionnelle des salariés et de l'accompagnement des demandeurs d'emploi, par la volonté de rechercher un revenu de remplacement au profit des chômeurs, par l'accès à la portabilité de certains droits) et, dans le même temps, un assouplissement des conditions de débauche (privilège accordé à des solutions de séparation négociée, à l'instar des ruptures conventionnelles).

L'accord national interprofessionnel de l'année suivante (7 janvier 2009) ne détonne pas. Centré sur le thème de la formation tout au long de la vie, il avait pour ambition explicite de contribuer à la sécurisation des parcours professionnels en facilitant l'actualisation des connaissances et des compétences au service des évolutions de carrière. Signe de vitalité contractuelle, au niveau des confédérations du moins, les partenaires sociaux ratifient encore un accord national interprofessionnel relatif au contrat de sécurisation professionnel le 31 mai 2011 [1]. C'est dire en conséquence que, pour les syndicats de salariés et les organisations patronales qui se retrouvent à la fin de l'année 2012, la flexicurité n'est pas une idée neuve. La plupart d'entre eux avaient déjà accepté de jouer le jeu de l'échange social qui consiste à troquer plus de sécurité (pour assurer aux salariés des transitions professionnelles moins heurtées, davantage orientées vers la mobilité ascendante…) contre plus de flexibilité (pour permettre aux entreprises de gagner en réactivité et en performance économique). Gros d'une vingtaine de pages, fort de six titres et de vingt-huit articles de portées très inégales, l'accord du 11 janvier 2013 s'inscrit dans une telle perspective, tout en en amplifiant l'étendue.

Plus de sécurité

Pour pouvoir en apprécier la portée, le contenu de l'accord doit d'abord d'être présenté. Les onze premiers articles (titre 1) décrivent les conditions visant à « créer de nouveaux droits pour les salariés afin de sécuriser les parcours professionnels ». Les signataires conviennent ainsi d'ouvrir des négociations au niveau des branches professionnelles, et le cas échéant au niveau des entreprises, afin de permettre aux salariés qui n'en bénéficient pas encore [2] de pouvoir accéder à une couverture collective à adhésion obligatoire pour ce qui concerne les remboursements complémentaires de frais de santé. Dans un même esprit, l'accord souhaite améliorer la portabilité de la couverture santé et prévoyance pour les demandeurs d'emploi, en étendant notamment la durée maximale de cette dernière de 9 à 12 mois.

L'article 3 crée un dispositif de droits rechargeables dans le cadre du régime d'assurance chômage. « Ce dispositif, écrivent les partenaires sociaux, consiste pour les salariés, en cas de reprise d'emploi consécutive à une période de chômage, à conserver le reliquat de tout ou partie de leurs droits aux allocations du régime d'assurance chômage non utilisés, pour les ajouter, en cas de nouvelle perte d'emploi, aux nouveaux droits acquis au titre de la période d'activité ouverte par cette reprise d'activité ».

Les autres articles visent pareillement l'amélioration de la sécurité des salariés. Ils ont pour ambition d'inciter les branches professionnelles à davantage encadrer les usages du temps partiel, et surtout à favoriser le développement d'emplois stables. La majoration de la cotisation d'assurance chômage des contrats à durée déterminée sert ainsi à dissuader les employeurs d'abuser de la précarité [3] et l'exonération de cotisations patronales doit favoriser l'embauche des jeunes de moins de 26 ans. Au risque de créer du trop-plein avec les dispositifs déjà existants (droit individuel à la formation, congé individuel de formation, congé sabbatique…), les partenaires sociaux créent par ailleurs un compte personnel de formation valable depuis l'entrée sur le marché du travail jusqu'au moment de la retraite. Ce compte est entièrement transférable d'une situation d'emploi à une autre. Les signataires assouplissent également les conditions d'accès des salariés de moins de trente ans en contrat à durée déterminée au congé individuel de formation.

(1) Un autre encore, dédié au contrat de génération, est signé le 19 octobre 2012. En mars 2013, les retraites complémentaires font, elles aussi, l'objet d'un protocole d'accord.

(2) Ils sont 6 % environ dans ce cas.

(3) Les taux retenus sont de 7 % pour les contrats d'une durée inférieure à un mois, de 5,5 % pour les contrats d'une durée comprise entre un et 3 mois et de 4,5 % pour les contrats d'une durée inférieure à trois mois dans les secteurs qui, habituellement, utilisent peu les contrats à durée déterminée.

La mobilité fait, elle aussi, l'objet de règles nouvelles. Un droit à une période de mobilité volontaire sécurisée est institué afin de permettre à n'importe quel salarié de découvrir un emploi dans une autre entreprise. L'accord facilite de surcroît l'accès, pour les salariés licenciés, à un ensemble de mesures favorisant un reclassement accéléré. D'autres mesures encore vont dans le même sens, comme le développement de la préparation opérationnelle à l'emploi ou l'affectation de fonds destinés à faciliter les conditions de vie, en matière de logement notamment, des primo-entrants sur le marché du travail, des salariés sous contrats courts et des salariés en mobilité professionnelle.

Plus de flexibilité

Hormis encore, ce qui n'est pas rien, cinq articles (titre II) destinés à renforcer l'information des salariés à propos de la stratégie des entreprises (constitution de bases de données consultables par les représentants des salariés ; représentation des salariés, avec voix délibératives, dans l'organe de gouvernance de tête qui définit la stratégie de l'entreprise…), le reste de l'accord va dans le sens d'une plus grande flexibilité. L'intitulé du titre III, qui contient la plupart des innovations en la matière, donne explicitement le ton. Il s'agit en effet de « donner aux entreprises les moyens de s'adapter aux problèmes conjoncturels et de préserver l'emploi ».

Trois dispositions attirent plus précisément l'attention. La première (article 15) a trait à la mobilité interne, autrement dit aux changements de postes et de lieux de travail au sein de l'entreprise. L'objectif est de rendre obligatoire une telle mobilité (à salaire et niveau de qualification égaux) si un accord d'entreprise le permet. Un salarié qui refuserait la mesure pourrait alors être licencié pour motif personnel. L'article 18, deuxième innovation notable, reconnaît la légitimité d'accords de maintien dans l'emploi, dont l'objectif est de trouver « un nouvel équilibre dans l'arbitrage global temps de travail/salaire/emploi au bénéfice de l'emploi ». Ces accords ne devront pas déroger aux éléments de l'ordre public social (SMIC, durées légale et maximale du travail, repos quotidien, congés payés, 1er mai). En contrepartie des ajustements, l'employeur s'engage à maintenir dans l'emploi les salariés auxquels ils s'appliquent, pour une durée au moins égale à celle de l'accord[4].

Le troisième article important (article 20) offre la possibilité de signer un accord (entre l'employeur et une ou plusieurs organisations syndicales ayant recueilli au moins 50 % des suffrages exprimés au premier tour des élections professionnelles) qui peut fixer des procédures applicables à un licenciement collectif pour motif économique de 10 salariés et plus sur une même période de 30 jours dans une entreprise d'au moins 50 salariés. Ceci signifie, autrement dit, la possibilité de déroger aux dispositions du Code du travail pour décider de licenciements économiques.

D'autres dispositions encore facilitent la flexibilité. L'une concerne le recours à l'activité partielle, durant laquelle les salariés peuvent bénéficier d'une formation ; l'autre propose l'expérimentation, dans quelques secteurs, d'un contrat de travail intermittent pour les entreprises de moins de 50 salariés. Les derniers articles significatifs de l'accord sont davantage d'ordres procéduraux. Ils définissent ce qui est souhaitable du point de vue de la gestion de la flexibilité : critère de la compétence professionnelle pour l'ordre des licenciements, incitation à la conciliation prud'homale en cas de besoin, délais de prescription relatifs aux modalités de rupture des contrats de travail.

(4) Pour être valides, ces accords doivent être conclus pour une durée maximale de deux ans.

Une appréciation controversée et délicate

L'accord est-il un gage de sortie de crise et, plus fondamentalement encore, un levier de transformation durable du marché du travail et du dialogue social à la française ? La réponse n'est pas aisée, à en juger simplement par le caractère contradictoire des appréciations qui ont immédiatement suivi la signature du texte. Les uns saluent une avancée significative en faveur d'une flexibilité jugée salutaire pour la performance économique ; d'autres se réjouissent d'un accord équilibré qui valorise un dialogue social outillé (grâce notamment à la gestion prévisionnelle des emplois et des compétences) pour anticiper le devenir des entreprises et de leurs salariés ; d'autres encore insistent sur l'acquisition de nouveaux droits qui profitent aussi aux plus précaires. Mais les critiques et les interrogations ne manquent pas non plus : l'accord ne ferait en réalité qu'accroître les risques de précarité ; les articles 15, 18 et 20 autoriseraient le chantage à l'emploi ; des thèmes importants (comme l'égalité hommes/femmes) sont ignorés ; certaines mesures, prédisent plusieurs observateurs, n'auront que de faibles impacts réels (comme la majoration des cotisations sur les contrats à durée déterminée) ; d'autres décisions seraient même quasiment inapplicables dans les faits ou tout simplement contraires à certaines règles internationales. Des juristes notent ainsi que les dispositifs relatifs aux accords de maintien dans l'emploi contreviennent à l'article 4 de la convention 158 de l'Organisation internationale du travail (OIT). L'article 18 prive en effet le juge de la possibilité de contrôler le motif économique du licenciement.

Une appréciation unilatérale de l'accord est en réalité fort délicate, pour ne pas dire impossible à établir. Cela pour deux raisons au moins. S'il

est assez aisé d'anticiper les coûts (trois milliards d'euros pour la généralisation de la complémentaire santé, 150 millions d'euros pour l'alourdissement des cotisations sur les CDD, 600 à 800 000 euros pour les nouveaux droits relatifs au chômage…), les bénéfices escomptés sont en revanche plus difficiles à chiffrer tant en termes monétaires que d'emplois créés ou même sauvegardés. Non seulement les appréciations sont controversées – tous les experts ne sont pas persuadés par exemple que plus de flexibilité sera bénéfique au marché du travail – mais il est extrêmement malaisé d'évaluer *a priori* les conséquences exactes de chaque novation, à condition même que toutes les décisions prennent la forme de règle effective. Or, il faut parfois longtemps pour que, traduits plus ou moins fidèlement en termes législatifs, les articles d'un accord soient intégrés dans des décrets d'application. À de nombreuses reprises – c'est là la seconde raison majeure qui rend si complexe une appréciation immédiate –, l'accord de janvier 2013 renvoie les véritables décisions aux acteurs de branche et d'entreprise. Or, rien ne permet d'anticiper les résultats des négociations et encore moins d'être certain que les partenaires sociaux seront toujours et partout suffisamment forts pour négocier sur des points sensibles comme la mobilité interne obligatoire ou les licenciements collectifs.

Produit d'une urgence, l'accord se signale par ailleurs par une très forte hétérogénéité des thèmes abordés. Ce constat signifie d'abord que le texte est au moins autant un compromis économique qu'un geste politique destiné à convaincre de la capacité des acteurs des relations professionnelles (État compris) à agir face à la crise. Mais l'absence de cohérence entre les mesures retenues signifie aussi que l'accord manque de souffle. Il n'est pas organisé, en dépit d'un intitulé pourtant prometteur, autour d'un projet d'ensemble et de vaste envergure. Il n'esquisse pas, autrement dit, de réel modèle alternatif aux modes de régulation actuels du marché du travail français. Si, par exemple, les partenaires sociaux avaient décidé de s'orienter vers une solution à la danoise, il aurait fallu assortir les mesures de flexibilité d'une plus grande générosité en matière d'allocation-chômage pour les premiers mois sans emploi et d'une véritable révolution sur le plan de la formation professionnelle. Un tel cocktail a ceci de vertueux que, en théorie au moins, il peut inciter les demandeurs d'emploi à améliorer leur employabilité dans les meilleures conditions possibles. Non seulement une telle option n'a pas été retenue, mais la Cour des comptes a milité en sens inverse. En 2013, la juridiction a estimé trop généreuses, au regard du moins des autres pays européens, les règles d'indemnisation dont bénéficient les chômeurs français.

La France dans le concert européen de la flexicurité

Dans la tradition de la « loi négociée » à la française, l'accord national interprofessionnel de janvier 2013 a fourni matière, après ratification des signataires, à une loi destinée à graver dans le marbre les dispositions négociées par les partenaires sociaux. Si elle n'assure pas que l'ensemble des règles adoptées en janvier seront fidèlement reprises telles quelles par le législateur, cette façon de procéder demeure originale au regard de la plupart des autres pays européens. En Allemagne ou au Royaume-Uni, par exemple, les négociations ne se mènent pas, ou très rarement, à un niveau interprofessionnel. Les branches professionnelles, dans le premier de ces deux pays, et l'entreprise, dans le second, demeurent des foyers de réglementation privilégiés.

En dépit de traditions nationales toujours vivaces dans la façon de négocier et de s'opposer, la flexicurité est devenue aujourd'hui un horizon commun à l'ensemble des pays européens. Mais chacun adapte le schéma à sa manière, en dosant différemment flexibilité et sécurité et en articulant les mesures de façon plus ou moins cohérente. En Allemagne, pour ne citer que ce seul exemple, la flexibilité a gagné du terrain avec le développement d'emplois précaires et peu rémunérés (*mini jobs*, *midi jobs*, etc.). Leur nombre a été multiplié par plus de neuf depuis le début des années 1990. Un accord conclu en 2011 par les syndicats et les employeurs du secteur du travail intérimaire offre en revanche aux 900 000 salariés intérimaires du pays le droit à un salaire minimum, qui a été fixé à 7,89 euros par heure dans les anciens *Länder* et à 7,01 euros dans les nouveaux.

L'Union européenne n'est pas pour rien dans ce mouvement d'ensemble, que la France, avec l'accord de janvier 2013 en particulier, ne fait que suivre à sa manière. Bien avant la crise, l'Union européenne a inlassablement tenté de promouvoir des pratiques communes en faveur de la lutte contre le chômage. Les difficultés accumulées à partir de 2008 aiguisent l'imagination. Le sommet européen du 7 mai 2009 aboutit ainsi à la définition de dix actions susceptibles d'aller en ce sens. Un mois plus tard, le Conseil européen fait siennes ces recommandations et appelle de ses vœux le développement d'une flexicurité adaptée au temps de la crise. En allant au-delà du stade des conseils, la Commission européenne donne une impulsion plus concrète quand elle décide en 2009 de débloquer dix-neuf milliards d'euros, par le biais du Fonds social européen[5], au profit des États membres qui aident les citoyens à garder un emploi ou à en trouver un nouveau. L'accord national interprofessionnel du 11 janvier 2013 ne détonne guère, on l'aura compris,

(5) Créé en 1957, le FSE permet de financer des actions menées en faveur de l'emploi et de la cohésion sociale.

avec une telle orientation.

lll

Parce que ses effets sont incertains, l'accord flexicurité du début de l'année 2013 ne mérite ni les éloges ni les critiques radicales qui lui ont été adressés au lendemain de la négociation. Il faudra en fait un peu de temps avant de pouvoir en apprécier les impacts réels et de pouvoir, en conséquence, porter une appréciation raisonnée. Comme souvent, les partenaires sociaux ont d'ailleurs conclu le texte en décidant de se réunir deux ans après l'entrée en vigueur de l'accord pour en effectuer le bilan. À défaut donc de pouvoir effectuer une évaluation précoce, une certitude demeure. Conclu sous la pression d'une conjoncture économique morose et d'une impatience politique à peine dissimulée, le texte fait avancer le marché du travail, conformément à l'esprit du temps européen, d'un pas supplémentaire sur la voie de la flexicurité. L'ensemble des mesures ne permet pas, néanmoins, de dessiner un scénario de sortie de crise qui fasse la part belle à un nouveau modèle de gestion de l'emploi en rupture radicale avec celui qui prévaut toujours aujourd'hui. Sans doute faudra-t-il attendre des temps plus apaisés pour que les acteurs des relations professionnelles s'attellent sereinement à une telle tâche.

BIBLIOGRAPHIE

- **Besson É.** (2008), *Flexicurité en Europe. Éléments d'analyse,* Paris, La Documentation française.
- **Bevort A., Lallement M., Nicole-Drancourt C.** (dir.) (2006), *Flexicurité. La protection de l'emploi en débat, Problèmes politiques et sociaux,* n° 931, Paris, La Documentation française.
- **Bouquin S.** (2012), « Quand les réformes du marché du travail favorisent l'insécurité socio-professionnelle », *Les Mondes du travail*, n° 12, novembre.
- **Freyssinet J.** (2010), *Négocier l'emploi. Cinquante ans de négociations interprofessionnelles sur l'emploi et la formation*, Paris, Liaisons.
- **Gazier B.** (2013), « L'accord sur l'emploi n'est ni historique, ni négatif », *Metis-Correspondances européennes du travail*, 24 février, http://www.metiseurope.eu.
- **Lehndorff S.** (dir.) (2012), *A Triumph of failed ideas. European models of capitalism in the crisis*, Bruxelles, ETUI.

ALAIN RENAUT

« Un monde juste est-il possible ? » (Stock, 2013)

Présenté par Antoine Saint-Denis

L'injustice faite aux pauvres du monde

Face à l'ampleur de la pauvreté extrême dans le monde contemporain, sur quels principes peut-on fonder une mobilisation en faveur du développement humain ? Compte tenu de la profondeur des inégalités Nord-Sud, de quel type de justice les peuples des pays pauvres peuvent-ils espérer bénéficier ? Poursuivant son œuvre de philosophie politique et ses recherches sur l'éthique, Alain Renaut entend énoncer « une théorie systématique de la justice globale ».

La question est d'importance, car la pauvreté ne se résorbera pas par le jeu des seules forces du marché, et en l'absence d'un État de droit mondial, « sans motivations éthiques claires, de quelconques politiques du développement n'ont aucune raison de prendre l'ampleur et d'acquérir la consistance requises par la radicalité des phénomènes globaux de pauvreté. » Que les bilans dressés par le Programme des Nations unies pour le Développement (PNUD), la Banque mondiale ou l'UNESCO soient accablants n'y change rien : 18 millions de personnes meurent de faim chaque année ; 1 milliard d'êtres humains vivent avec moins de 1 dollar par jour ; la différence d'espérance de vie entre les pays les plus pauvres et les plus riches dépasse les 40 ans.

Rawls à l'ère de la mondialisation

Alors que le point de savoir ce qu'est une société juste est devenu la question-clef des philosophies politiques contemporaines, l'œuvre fondatrice à cet égard que constitue la *Théorie de la justice* de John Rawls (1971) n'a entendu énoncer une réponse à cette question que dans le contexte « d'une société particulière ». Mais l'élargissement des conceptions rawlsiennes de la justice à un monde globalisé a bien eu lieu depuis lors. Il s'est fait en parallèle à l'élargissement des conceptions du développement portées par la théorie économique. Comme en témoigne la création de l'Indice de développement humain (IDH) par le PNUD, en 1990, l'économie politique est passée d'une conception étroite, centrée sur la seule croissance, à une conception multidimensionnelle qui intègre les questions d'éducation et de santé notamment.

À la recherche d'un modèle de justice globale, Alain Renaut commence par rappeler comment la théorie rawlsienne de la justice s'appuie sur un double principe : le droit égal de tous aux mêmes « biens premiers » ; la compatibilité d'inégalités avec le principe d'équité qu'à la double condition que l'égalité des chances soit assurée pour tous et que ces inégalités soient susceptibles de profiter aux plus défavorisés.

Or, ceux qui ont proposé à la suite de Rawls de fonder les politiques de lutte contre la pauvreté extrême dans le monde sur la *Théorie de la justice* se sont divisés, certains valorisant l'égalité tandis que d'autres mettaient en avant la liberté.

D'un côté, dans « l'approche ressourciste », le transfert massif de ressources du Nord vers le Sud a été vu par certains comme le meilleur moyen d'égaliser les conditions de vie au plan mondial. Dans cette voie, Thomas Pogge est allé jusqu'à proposer un « dividende global sur les ressources », prélevé à hauteur de 1 %, pour abonder un fonds pour l'éradication de la pauvreté. Or, Alain Renaut ne fait pas grand cas de ces propositions, qui ne feraient qu'entretenir le « puits sans fond » de l'aide au développement si l'indifférence de la communauté internationale à leur égard ne leur ôtait toute chance d'être mises en œuvre.

De l'autre côté, « l'approche par les capabilités » a mis en avant les « pouvoir-faire », c'est-à-dire ce qui met les personnes « en mesure de pouvoir accomplir ce sans quoi leur existence ne saurait leur apparaître conforme à leur dignité d'êtres humains : faire des études, acquérir une profession conforme à leurs talents, exercer un certain nombre de droits, etc. ». Promue par le prix Nobel d'économie Amartya Sen, cette conception du développement humain met logiquement l'accent sur l'importance de la démocratie et le rôle joué par les libertés réelles.

Promouvoir le bien-être

Entre la valeur d'égalité susceptible de justifier des transferts de ressources et la valeur de liberté promouvant les « capabilités », Alain Renaut se refuse à choisir. S'il constate la profondeur du conflit entre ces deux approches, il admet que ces deux points de vue sur le monde sont « vrais, mais unilatéraux ». C'est pourquoi il propose de les dépasser, par une autre solution de justice distributive, centrée sur le « bien-être ».

Si la notion de « bien-être » est à ses yeux en mesure de fonder une théorie de la justice globale, c'est parce que le bien-être présente une double caractéristique : en tant qu'il est conditionné par la satisfaction de besoins vitaux, il se rattache à l'approche par les ressources ; mais parce qu'il est aussi un « être-bien », ce « sentiment d'accomplir au mieux notre dignité d'humains », il est aussi présent dans l'approche par les capabilités.

Promu au centre d'une théorie de la justice, le bien-être fait parallèlement l'objet de l'attention croissante des statisticiens. En proposant de réorganiser largement les études statistiques par référence au bien-être, le rapport de 2009 de la Commission sur la mesure de la performance économique et du progrès social présidée par Joseph Stiglitz a marqué un tournant.

Ainsi, renouvelant la tradition du libéralisme politique, Alain Renaut valide un principe de justice distributive, applicable à l'échelle globale et non pas à celle d'une seule société, et qui est motivé par la promotion du bien-être, pour lequel sont nécessaires tant des transferts de revenus que la promotion de capabilités et de libertés. Par ailleurs, ce principe de justice distributive, il entend le compléter par des politiques de « justice compensatrice ou réparatrice », de sorte que les coûts persistants de la colonisation sur les sociétés du Sud se voient pris en compte dans les conditions d'établissement de la justice.

Contre les utopies, pour le développement humain

Pour qu'un tel aboutissement puisse être dégagé, il a fallu que l'auteur écarte préalablement, après examen, un certain nombre d'alternatives et d'objections. Le libertarianisme de gauche, favorable à une justice attributive, constitue l'une de ces solutions repoussées. L'allocation universelle et inconditionnelle, envisagée par Philippe Van Parijs, en est la manifestation la mieux connue à l'échelle d'une société. Stéphane Chauvier a défendu une telle conception à l'échelle mondiale, en arguant de ce que le problème des pauvres du monde n'est pas leur relative inégalité par rapport aux riches, mais le fait qu'ils n'ont rien en termes absolus. Mais Alain Renaut rejette cette piste, qualifiée d' « utopique » puisqu'aucune politique concrète dans le monde contemporain ne se dessine en faveur d'une telle solution.

En énonçant une telle théorie de la justice, Alain Renaut prend en outre double position : contre « l'anti-développementisme », et en faveur d'un « universalisme critique ». Incarné par Serge Latouche, « l'anti-développementisme » voit dans le développement une idéologie occidentale capitaliste et néo-coloniale. Cette approche « obscurantiste » est récusée. En effet, contre l'idéologie stérile de la décroissance, la croissance est reconnue comme nécessaire à l'éradication de l'extrême pauvreté. Par ailleurs, la notion de développement s'est enrichie. Intégrant désormais, à travers le « développement humain », le caractère multidimensionnel des besoins des personnes, elle ne mérite plus la suspicion que ses origines américaines, par temps de Guerre froide, avaient initialement jeté sur elle.

Quant à « l'universalisme critique », conscient des limites qui seraient celles d'un universalisme aveugle, Alain Renaut en assume la défense face au relativisme. Il rappelle ici la réfutation qu'Amartya Sen a faite de « l'asiatisme » promu par la doctrine Lee, du nom du Premier ministre singapourien de 1959 à 1990 qui valorisait les « différences fondamentales entre les sociétés confucéennes de l'Asie extrême-orientale et les sociétés libérales de l'Occident » pour rejeter le droit des premières à bénéficier des mêmes libertés que les secondes.

Une éthique de l'intérêt bien compris

Quelle éthique globale peut accompagner cette théorie de la justice ? Alain Renaut promeut « une éthique globale de l'intérêt bien compris » des acteurs comment étant la plus « susceptible de nourrir avec le plus d'efficacité les pratiques du développement ». Une telle éthique n'a rien de minimal, souligne-t-il, mais elle présente l'avantage de ne requérir « aucun héroïsme moral » et d'être « aussi peu spéculative que possible sur la générosité intrinsèque des citoyens du monde et de leurs gouvernements ».

L'auteur voit dans les analyses de Joseph Stiglitz concernant les conditions d'un commerce mondial juste une application de cette éthique qui parie sur « la valeur morale de l'intelligence ». Les États riches ont « intérêt, pour continuer à s'enrichir, à élargir l'assise des échanges économiques internationaux, donc aussi intérêt à convaincre les États moins avancés

d'entrer dans l'économie mondialisée caractérisée par la libéralisation des échanges. » Mais ceci ne saurait aller sans la mise en place à la fois de transferts de ressources pour faire face à l'urgence de la pauvreté, et de procédures de renégociation transparente des règles du jeu du commerce international.

Ce n'est pas le moindre des mérites d'Alain Renaut que d'avoir dans cet ouvrage discuté avec systématisme les thèses développées depuis trois ou quatre décennies par les plus grands noms de la philosophie politique. Loin de clôturer le débat, son ambition d'un « traité » qui fait l'effort « d'organiser rationnellement le champ du pensable » ouvre bel et bien la discussion.

On saura aussi gré à l'auteur d'avoir veillé à ne rien concéder de la rigueur des analyses théoriques tout en construisant une pensée qui puisse être utile à l'action politique et à la mobilisation des citoyens.

problèmes économiques

TOUS LES QUINZE JOURS,

LE MEILLEUR DE LA PRESSE ET DES REVUES POUR SUIVRE L'ACTUALITÉ

problèmes économiques
Le meilleur de la presse et des revues pour suivre l'actualité
N° 3066
DEUXIÈME QUINZAINE 04.2013
4,70 €
Le numéro
Chine, le grand tournant
> INÉGALITÉS SALARIALES HOMMES/FEMMES
> STATISTIQUE ET CONNAISSANCE DE LA SOCIÉTÉ
> TRANSPORT : LA GOUVERNANCE DES PROJETS D'INFRASTRUCTURES
La documentation Française

problèmes économiques
Le meilleur de la presse et des revues pour suivre l'actualité
N° 3068
DEUXIÈME QUINZAINE 06.2013
Management et entreprise
> UN SIÈCLE D'ÉVASION FISCALE
> TAXE TOBIN ET VOLATILITÉ DES MARCHÉS
> INVESTISSEMENT À LONG TERME ET CAPITALISME FAMILIAL
La documentation Française

↓ PARMI LES NUMÉROS À PARAÎTRE EN 2013

> La Slow Economy
> Rémunération et salaires
> Nourrir la planète
> Bilan de l'économie française
> Faut-il en finir avec l'austérité ?
> La richesse des Européens
> Bilan de l'économie mondiale

↓ ABONNEMENT

> 22 numéros + 2 numéros hors-série : **73 €** *
> Tarif spécial étudiants, enseignants : **49 €**

En vente chez votre librairie, en kiosque,
sur **www.ladocumentationfrancaise.fr**
et par correspondance : DILA - CS 10733
23 rue d'Estrées - 75345 Paris cedex 07

La documentation Française

Prochains numéros

377 La justice : quelles politiques ?
376 La société et ses violences

Derniers numéros parus

374 L'environnement sacrifié ?
373 Fiscalité : à l'aube d'une révolution ?
372 La société numérique
371 Comment va la famille ?
370 Quelle Ve République demain ?
369 La santé, quel bilan ?
368 L'école en crise ?
367 La France mondialisée
366 Pays riches, États pauvres
365 Les entreprises dans la mondialisation
364 La pensée politique, quels renouvellements ?
363 La pensée économique contemporaine
362 Les collectivités locales : trente ans de décentralisation
361 Comprendre les marchés financiers
360 État et sécurité
359 Les politiques économiques à l'épreuve de la crise
358 La protection sociale : quels débats ? Quelles réformes ?
357 L'économie mondiale : trente ans de turbulences
356 Les démocraties ingouvernables ?
355 L'économie verte
354 Liberté, libertés
353 Travail, emploi, chômage
352 La France au pluriel
351 Inégalités économiques, inégalités sociales
350 La science politique
349 Le capitalisme : mutations et diversité
348 Les politiques culturelles
347 Découverte de l'économie 2. Questions et débats contemporains
346 La réforme de l'État
345 Découverte de l'économie 1. Concepts, mécanismes et théories économiques
344 Le système éducatif et ses enjeux
343 Fiscalité et revenus
342 L'identité nationale
341 Mondialisation et commerce international
340 Les religions dans la société
339 Les services publics
338 Information, médias et Internet
337 Développement et environnement
336 Les valeurs de la République
335 Les politiques économiques
334 La justice, réformes et enjeux

A retourner à la **Direction de l'information légale et administrative** (DILA) – 23, rue d'Estrées 75345 Paris cedex 07

BULLETIN D'ABONNEMENT ET BON DE COMMANDE

Comment s'abonner ?
Où acheter un numéro ?
Sur www.ladocumentationfrancaise.fr (paiement sécurisé).
Sur papier libre ou en remplissant ce bon de commande (voir adresse d'expédition ci-dessus).
En librairie, à la librairie de la Documentation française, 29/31 quai Voltaire – 75007 Paris.

Je m'abonne à *Cahiers français* (un an, 6 numéros) [1]
☐ France métropolitaine 49,50 € ☐ Tarifs étudiants et enseignants (France métropolitaine) 41,00 €
☐ Europe 57,50 € ☐ DOM-TOM-CTOM HT 56,50 € ☐ Autres pays HT 64,90 €
☐ Supplément avion 13,00 €

Je commande un numéro de *Cahiers français* 9,80 €
Je commande le(s) numéro(s) suivant(s) :

.....

Pour un montant de ..... € Participation aux frais de port[2] + 4,95 € .....
Soit un total de ..... €

☐ Par chèque bancaire ou postal à l'ordre du comptable du B.A.P.O.I.A – DF
☐ Par mandat administratif (réservé aux administrations)
☐ Par carte bancaire N° |_|_|_|_|_|_|_|_|_|_|_|_|_|_|_|_|

Date d'expiration |_|_|_|_|

N° de contrôle |_|_|_|
(indiquer les trois derniers chiffres situés au dos de votre carte bancaire, près de votre signature)

Raison sociale
Nom Prénom
Adresse
(bât, étage..)
Code postal Ville Pays
Téléphone Courriel

Ci-joint mon règlement de ..... €

Date **Signature**

[1] **Tarifs applicables jusqu'au 31 décembre 2013**
[2] **Pour les commandes de numéro seulement**

Informatique et libertés – Conformément à la loi du 6.1.1978, vous pouvez accéder aux informations vous concernant et les rectifier en écrivant au département marketing de la DILA. Ces informations sont nécessaires au traitement de votre commande et peuvent être transmises à des tiers, sauf si vous cochez ici ☐

Tous les 2 mois
128 pages 9,80 €

Questions internationales

fête ses 10 ans

L'actualité internationale décryptée par les meilleurs spécialistes

Numéros restant à paraître en 2013

Ils dirigent le monde
Acteurs et réseaux d'influence (n°63)

Les États-Unis (n°64)

Abonnement à 6 numéros : ***48 €***
Tarif spécial étudiants et enseignants : ***40 €***
Tarif spécial bibliothèques et CDI : ***43,20 €***

La documentation Française

En vente chez votre libraire, en kiosque,
sur www.ladocumentationfrancaise.fr
et par correspondance : DILA - CS 10733
23 rue d'Estrées - 75345 Paris cedex 07

Cahiers français

N° 375

LA FINANCE MISE AU PAS ?

DOSSIER

- Éditorial *par Olivia Montel-Dumont*
- La finance et l'avant-crise : un aveuglement face au désastre *André Cartapanis*
- Crise de la déréglementation financière ou crise de l'intervention publique ? *Pascal Salin*
- Un aperçu des innovations et pratiques financières au cœur des polémiques *Christophe Boucher*
- Finance et dettes souveraines : les États pris en otage ? *Norbert Gaillard*
- États-Unis, Europe : un tour d'horizon des réformes bancaires et financières *Yves Jégourel*
- Les négociations internationales autour de la stabilité financière : un processus complexe *Jean-Marc Figuet*
- De Bâle 2 à Bâle 3 : la nouvelle réglementation bancaire internationale *Jézabel Couppey-Soubeyran*
- Le *shadow banking system* et la crise financière *Esther Jeffers, Dominique Plihon*
- Les nouvelles réglementations risquent-elles de freiner l'innovation financière ? *Claire Célérier, Boris Vallée*
- Les places financières mondiales : quelles évolutions ? *Daniel Goyeau, Amine Tarazi*

DÉBAT

- Quelle législation pour la fin de vie ?
  1. Le libre choix de sa mort *Jean Baubérot*
  2. Améliorer la loi, sans la déséquilibrer *Jacques Ricot*

LE POINT SUR...

- La presse quotidienne : entre doutes et espoirs *Patrick le Floch*

POLITIQUES PUBLIQUES

- Un nouveau pas vers la flexicurité : l'accord national interprofessionnel du 11 janvier 2013 *Michel Lallement*

BIBLIOTHÈQUE

- Alain Renaut, *Un monde juste est-il possible ?* Stock, 2013. *présenté par Antoine Saint-Denis*

Diffusion
Direction de l'information légale et administrative

La **documentation** Française
Téléphone : 01 40 15 70 10
www.ladocumentationfrancaise.fr

Directeur de la publication
Xavier Patier

Cahiers français
N° 375
Juillet-août 2013

Impression : DILA
Dépôt légal : 3e trimestre 2013
DF 2CF03750
ISSN : 0008-0217

9,80 €

3 303330 403754

PEFC 10-31-2190